全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

HEDGE HOGGING



金融大鳄比格斯为您讲述

形形色色的"刺猬们"在基金世界纵横驰骋、起起伏伏的人生过往!

对冲基金风云录

展示顶尖金融投资者的心路历程，揭秘基金世界鲜为人知的那些人和事，预判未来投资市场的风云变幻。

[美]巴顿·比格斯◎著 张桦 王小青◎译

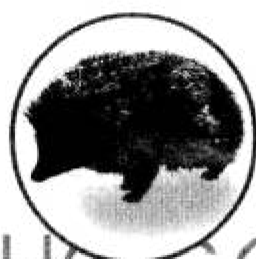
典藏版





中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



HOGGING
HEDGE HOGGING
HEDGE HOGGING
HOGGING HOGGING
HOGGING HEDGE HEDGE
HEDGE
HEDGE HOGGING
HEDGE HOGGING

对冲基金风云录

［美］巴顿·比格斯◎著
张桦　王小青◎译



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

对冲基金风云录（典藏版）/（美）比格斯著；张桦，王小青译．—2版．—北京：中信出版社，2010.9
书名原文：Hedgehogging
ISBN 978-7-5086-2231-6

I. 对… II. ① 比… ② 张… ③ 王… III. 基金-投资-经验-美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 133520 号

Hedgehogging by Barton Biggs
Copyright © 2006 by Barton Biggs
Published by John Wiley & Sons，Inc.，Hoboken，New Jersey
Simplified Chinese edition Copyright © 2010 by CHINA CITIC PRESS.
All Rights Reserved. This translation published under license.
本书仅限于中国大陆地区发行销售

对冲基金风云录（典藏版）
DUICHONG JIJIN FENGYUNLU

著 者：［美］巴顿·比格斯
译 者：张 桦 王小青
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司
开 本：787mm × 1092mm 1/16 印 张：19 字 数：259 千字
版 次：2010 年 9 月第 2 版 印 次：2010 年 9 月第 1 次印刷
京权图字：01-2006-2161
书 号：ISBN 978-7-5086-2231-6/F · 2038
定 价：46.00 元

版权所有 · 侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。 服务热线：010-84849283
http: //www.publish.citic.com 服务传真：010-84849000
E-mail: sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有位朋友曾将共同基金比喻为少林武当，而将对冲基金比喻为东邪西毒。

长久以来，在纷繁的金融世界中，对冲基金一直占据着那片风云变幻最激荡，也最神秘莫测的领域。人们从各国、各地区的金融危机中看到它们的身影，对于这些处于金融食物链最上端的猎食者心有余悸，谈论对冲基金技术的书籍不在少数，但它们的真正运作者却鲜被提及。在人们眼中，他们成了一群来无影、去无踪、翻云覆雨的怪人。

其实，与所有金融工具完全一样，对冲基金以管理风险、获得收益为目的，它们只是利用期货、期权等金融衍生品以及基础证券之间的关联性来对冲风险、赚取更高收益。它们的管理人和你我一样，是食人间烟火的正常人。

你手上的这本小书可以充分满足你对对冲基金的好奇。作者巴顿 · 比格斯除了没有获得诺贝尔奖外，在整个投资界的声誉和影响力几乎可与索罗斯、朱利安等一班金融大鳄匹敌。身为大摩（摩根士丹利）首席战略官时，他的一句评论就足以引发华尔街乃至全球投资者的震动；而作为对冲基金界的“老兵”，他所眼见和亲历的故事比投资界中多数人的见闻都波谲云诡。从 40 多年前建立格林尼治首家对冲基金到数年前的回归，他成长其中的这座康涅狄格州小镇已经发展为名副其实的全球对冲基金之都，汇聚着 380 多家对冲基金总部和 1 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿美元资产。于是，这位当年耶鲁大学英文系的高才生，拈动生花妙笔，描写起“刺猬”（hedgehog）们惊心动魄的生涯来，似乎也比任何人都游刃有余。

一只只“刺猬”便是本书的主角。对冲基金管理人之所以得此名号，自然是因为他们的工作——对冲基金（hedge fund）。然而，不知是否出于巧合，这两种“动物”又真的如此神似——辛勤而怪异，迷人而危险，在浑身尖刺下隐藏着敏感的内心。最耐人寻味的是原著的书名“*Hedgehogging*”，它正隐隐道出了作者的心曲：做了刺猬，便别无选择，只能像刺猬一样生活。

刺猬的生活，或许就是像作者亲身的经历那样，在建立对冲基金的荣光背后默默洒下一路血水、汗水、苦水和泪水；或许是像珊迪那样，被无比功利和现实的投资者一下捧上天堂，一下抛入地狱；又或许是像投资失利的吉尔伯特，在未完工的豪宅里呆呆独坐；甚至是像身为对冲基金鼻祖的大师凯恩斯，算计着如何把剑桥国王学院的小教堂堆满被迫吃进的阿根廷小麦……这些不为人知的生活，若非个中人，恐怕无法描摹得如此真切。

那些指望通过本书立刻找到“黄金屋”的人可能要失望了，书中并没有太多的量化分析和数学模型，也没对如何选时、选点进行对冲操作有系统的技术讲解。然而，细心的读者一定会发现，更宝贵的东西其实早已渗透在“刺猬”们的故事里：石油期货案例告诉你，坚持投资理念（哪怕明知是正确的理念）其实远不如想象中容易；“邪神”与赌场胜地恩怨让你发现原来中国的银广厦、蓝田水产等案例早有前车之鉴。

成长、价值、不可知论、群众性癫狂……种种投资信念和心理就埋藏在看似信马由缰的字里行间。

如果你有过投资经历，如果你想认真地了解投资，你一定会明白，也一定得明白，投资与其说是一项技巧，不如说是一种理念。了解你自己，了解你的潜在对手，了解他们的思维、行为甚至感情，这些往往才是决定投资成败的关键。

而这些，恰恰是巴顿 · 比格斯毫无保留地展现给你的。

译者

2006 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

随着20世纪90年代大牛市的落潮和泡沫的破灭，股市进入徘徊不前的低迷期，职业投资人风光不再，他们被说成拿着不该拿的钱、承诺着做不到的事的混混儿。对冲基金首当其冲，成为人们眼中骗人的黑幕把戏。似乎在金融市场的每次痉挛中，大家都要揪出对冲基金作为罪魁祸首，甚至于形成了一种普遍的认识：这些基金总是联手策划邪恶的阴谋，目的便是搅乱世界。有人把对冲基金比喻成抢劫无知者的金融强盗，而基金的管理者就是阴险贪婪的刺猬[①]。一段时间以来，这种投资类别的表现已经大不如前。

众所周知，对冲基金的规模增长迅速，其资产从1991年的580亿美元扩大到2004年年底的9 720亿美元。而人们不太知道的是，对冲基金是一种波动巨大和市场敏感度非常高的生意。根据摩根士丹利的统计，经过8年增长之后，在1999年，整个对冲基金业从4 560亿美元的管理资产上获得了430亿美元的收益（管理费加奖金），相当于9.4%的收益率。而随着股市下跌，尽管对冲基金表现良好，其收益仍在接下来的3年中持续缩水，到2002年只有80亿美元，比3年前减少了81%。此后，因为股市的重振，其收益在2003年又冲上450亿美元的新高，直至2004年再次下跌。

① 因“对冲基金”英文是hedge fund，所以对冲基金人士也就被戏称为hedgehog（刺猬）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接下来的章节将以印象派的眼光扫视投资这个行业以及参与其中的专业人士，我希望通过这些文字，让你理解那些正在管理着他人金钱的男男女女的紧张、压力、失误和不安。我既会让你看到这些人成功时的春风得意，也会让你看到他们失败时的苦闷绝望。但即使把所有需要承担的沮丧因素都考虑进去，职业投资人也仍然是这个地球上最诱人、最具挑战、收入最高的行业。

也许，职业投资者，或者刺猬们，在赚钱和索取报酬方面是贪婪的。但是在需要为各种慈善或政治目的捐出金钱时，他们又总是极为慷慨。很多时候，他们捐出的不仅是金钱，还有大把的时间，后者可能更为宝贵。在很大程度上，他们正逐渐成为新的乐善好施阶层。

为了避免冒犯好人、伤及颜面，也为了给那些热衷于替故事中人物对号入座的人出点难题，故事中的许多名字、地点和时间都被替换了。在这个过程中，许多我描写的人物几乎成了复合体——他们身上被掺进了其他人的特点。一方面，我希望我的伪装技术是成功的；另一方面，我描写的很多事件的确发生过。就像老话说的，真实往往比想象更离奇。

我为何会写这样一本书？因为我热爱投资这行，被这行里的人所吸引。多年以来，我发现经常写作，或者说是记下某种日记，不仅有助于理清我自己的投资思路，也能够为所有的对与错保留一份记录，以便在将来回顾时获得启示。作记录将帮你认清你对于人和事的看法哪些是对的，哪些出了错。就像有的投资者靠讲话来思考一样，我靠写作达到同样的目的。对我来说，写作是一项重要的投入，也是我为自己定下的任务。

这本书展现了不同投资者的反思和他们的逸事，多数与我在摩根士丹利那些年月遇到的人和发生的事有关；其他的则比较新，来自于我身为管理合伙人的那只对冲基金创建的过程以及后来的投资失误。在书中，你还将看到我的一班投资界朋友和熟人，以及我对投资界生存之战的一点感想和回忆。这本书并非投资宝典，在书页间你无法得到如何成功投资的答案，因为我自己也并不知道。

投资业最让人着迷的一点就是：在这个行业中充斥着迷人的人物。对冲基金业中强悍、偏执甚至古怪的角色似乎尤其多。刺猬是迷人的动物，而对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

冲——就像刺猬不知疲倦地寻找橡果那样不知疲倦地寻找投资机会，则往往可以把这个族类性格中最美和最丑的方面都展现出来。这本书带来的是一个局内人的观点，我希望它能让你开心并多了解一些事，无论你是否曾经做过投资。

巴顿 · M · 比格斯

2005 年 12 月于纽约市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导 读 / VII

前 言 / IX

第一章

投资精英的晚餐会——闯进刺猬丛 / 1

三角是一家投资俱乐部，会员差不多每月聚会一次，共进晚餐。虽然每个人看起来都那么亲切愉快，但实际上他们是全美国明争暗斗最激烈的一群人。

第二章

新刺猬可能曾战绩辉煌，但照样一败涂地 / 9

每有一个“麻雀变凤凰”的故事，就有至少两三个“麻雀变麻雀”或“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。

第三章

抛空石油：低级笑话发生在我们身上 / 21

巴菲特说，不要仅仅因为价格下跌就卖出价格被明显低估的资产，那是非理性和愚蠢的做法。

第四章

卖空，绝非胆小者能玩儿的游戏 / 35

当“邪神”真的准备做空时，那可不是浅尝辄止，他简直能赌上身家性命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章
对冲基金创办历程：铤而走险的疯狂之旅／ 47

发起对冲基金是一次铤而走险的疯狂之旅。我们这些发起人天天挂着职业的微笑，内心却在忍受煎熬。

第六章
路演的折磨：血水、汗水、苦水和泪水／ 63

今天，路演带着它所有的折磨开始了。路演是募资旅途中的必经站，它就像其字面意思一样：带好准备表演的东西，上路。

第七章
带着回忆和怀疑向前冲／ 79

“现在”永远是最难作出投资决定的时刻，永远是最难解开第三维和第四维秘密的时刻。

第八章
刺猬有各种大小和形状／ 93

在成功投资家的排行榜上没有哈姆雷特的位置，因为他们的表现不是以任何人性化的标准来衡量的，而是完全反映在硬性的量化标准上。成者为王，败者为寇。

第九章
市场长周期的宿命／ 115

在一个市场长周期（或子市场周期）中，存在自身商业利益的投资管理公司可能面临两难的抉择：某些手段能为公司带来巨大的短期收益，却有悖于投资原则，势必伤及长远利益。

第十章
投资生存战：只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部／ 129

要解读出市场的情绪并不容易。在市场转折点附近，大多数人的感觉永远是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章

一代又一代：俾斯麦与耶鲁基金／145

在参加过那么多会议之后，我开始思考一些问题：对于家庭财产来说，什么样的长期实际收益才是合理的？前人应当如何为后代规划投资？

第十二章

大自然的神秘力量与集体智慧的愚昧／157

一团和气、开开心心的会议可能是陷入集体思考的前兆，而质疑、激烈的争论，甚至紧张气氛则是好现象。

第十三章

互联网泡沫／171

“我在想，1929年‘新经济’达到顶峰时，或是股价持续飞涨之时，若是我们能在心里不断重复一句话‘2加2还是等于4’，那么很多悲剧本可以避免。”

第十四章

出色的投资经理都是紧张苛刻的狂躁症患者／183

管理一只大型对冲基金就像担任国家足球队的教练。只有那些拥有最出色的球员和最冷血的教练、战术最聪明、组织最得当、踢球最玩儿命的队伍才能夺冠。好心肠、好脾气、容许下属犯错的管理者最后都会被淘汰。

第十五章

人们记得的总是你最近的表现／195

人们的记忆总是很短暂，资金管理人的职业周期在很大程度上取决于统计数据和靠换人赚钱的顾问们。

第十六章

拥有财富之后如何抓牢它／209

现在所谓的私人财富管理业总体上投资能力（比起它们的推销能力来）确实很低。在这一章里，我就带你们逛逛那些不常见的储存财富的仓库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十七章

三类投资信条：成长、价值和不可知 / 227

正如艺术有不同流派，投资信条也有三大派别：成长、价值和不可知。我所认识的绝大多数投资者都可以被归入其中一类。我自己想成为一名价值投资者，但表现得更像个不可知论者。

第十八章

大有大的难处 / 235

这个行业中，为数不多的能够创造超常回报的企业要么是小型管理公司，要么就是对冲基金或投资合伙公司，它们才是真正的投资企业。大型投资管理公司的结构性缺陷太多，根本不可能持续创造高回报。

第十九章

泡沫与真正的信徒 / 247

弄明白泡沫这回事对投资者来说非常重要。当投资者不是用理智判断，而是仅凭以前的辉煌来盲目乐观地预测未来时，就产生了泡沫。

第二十章

神示，还是内部信息：一个让你毛骨悚然的故事 / 257

纽约，这个连阳光都冰冷坚硬的丑陋城市；华尔街，这个没有爱与仁慈，只有数字与美元符号的地方。有时候，现实比幻想更离奇。

第二十一章

凯恩斯：经济学家、对冲基金经理、魅力人物 / 273

这才是一个传奇！

结　语 / 291

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第一章
投资精英的晚餐会——闯进刺猬丛

三角是一家投资俱乐部，会员差不多每月聚会一次，共进晚餐。虽然每个人看起来都那么亲切愉快，但实际上他们是全美国明争暗斗最激烈的一群人。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

昨晚，我到“世纪”去参加了三角投资俱乐部的晚餐会，与会者大约25人，一半来自对冲基金，另一半则是些非常激进的单向多头基金经理。年龄组合也平分秋色，既有满头银发、语气沉稳的耆宿，也不乏新潮时尚、说话飞快的青年。无论老少，这里每个人都是投资界的风云人物，正管理着这样或那样具有竞争性的公众财富。

三角是一家投资俱乐部，会员差不多每月聚会一次，共进晚餐。吃饭时大家交换一下心得，互相探探底细。我不常去。去那儿得有合适的心情，得一直挂着作秀的表情。因为虽然每个人看起来都那么亲切愉快，但实际上他们是全美国明争暗斗最激烈的一群人。大家的交流和谈话显然都带着戒心。反正，这绝不是那种可以放松一下的老友会。

昨晚和平常一样，大家先站着边喝边聊了大约半小时，话题集中在现在赚钱有多难上。我和乔纳森聊了聊，他如今是炙手可热的对冲基金精英，整天坐着自己的湾流喷气机飞来飞去，身价估计高达10亿。当年，他还在朱利安·罗伯逊[①]传奇般的老虎基金里当一名年轻分析师时，我就认识了他。我喜欢他，他是那种脑子里有什么就说什么的人。

昨晚他不停摇头。还有一星期就是他大女儿的10岁生日，他问女儿，为这个年龄跨入双位数的大日子想要点什么礼物。她盯着他问：“要什么都行吗？”“对。”他说。“那你可别害怕，我的愿望和飞机有关。”他呆住了。自己都做了什么？可怜的有钱小姑娘！她已经想要一架自己的飞机了。“好吧，是什么愿望

① 朱利安·罗伯逊，著名对冲基金——老虎基金的创始人，因旗下对冲基金在1993年成功攻击英镑、里拉而出名。老虎基金一度为美国最大的对冲基金，后因在日元汇率及美国股市上的投资失利，罗伯逊于2000年宣布结束旗下6只对冲基金的全部业务。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

呢？”他磕磕巴巴地问。“爸爸，”她说道，“我都快10岁了，可还从没坐过一次民航飞机。除了我，学校里所有的女孩子都坐过。我最想要的就是让你带我去一次真正的机场，换登机牌、过安检、排队、让人搜身，然后坐普通飞机去一个什么地方。爸爸，连一次民航都没坐过真是丢人。”看来，有孩子的“刺猬”真是不容易。

多嘴、贴金和砍人

然后，我们走向一张布置着蜡烛和鲜花的长桌，准备吃晚饭。昨晚晚餐会的主席是利昂，他简单说了几句之后，大家开始轮流发言。通常的规矩是，每人用不到4分钟的时间谈一谈最近看好的股票或概念，并说明原因。每个人发言时，别人都做笔记，但很多人是在胡说。还有不少家伙一吹起来就滔滔不绝，这时主席就得无情地斩断他的发言，否则大家整晚都别想走了。有些人认为这些晚餐会让人颇受启发，可我从没有这种感觉。但是度过一个这样的夜晚之后，你确实能了解到会员们的情绪怎么样，以及哪些领域正在成为热点。

昨晚我却被弄糊涂了。多头和空头两派意见势均力敌。有的故事想象力丰富，充满了大胆的推测。说到能源热时，一个小伙子讲的故事让人难以置信，说是马来西亚一家石油钻井公司正在婆罗洲近海搭起钻探平台采油，而这个海域已经可以与北海媲美。他就是这么说的！一个共同基金经理则谈到了一种新的外科手术方法，据说可以使前列腺手术后丧失性功能的风险降低75%。然后，大家照例说起了不同时期的互联网奇迹，以及从健康食品连锁店到纳米技术的各式奇谈。

因为每个人都要推荐自己实际持仓的股票，所以多数人都在一开头说明自己的仓位。轮流发言时，下面当然少不了冷嘲热讽——不是嘟囔着说那几个出名爱捣鬼的家伙又在“贴金”，就是开玩笑地嚷嚷一句“砍人啦”！“贴金”就像它听起来那样——你把一个故事带到聚会上，把它说得天花乱坠，故意夸大一些基本面，当然那是对你有利的。换句话说，比如你想推荐赛门铁克的股票，说它明年的赢利会很高，现在股价便宜，到了晚会上，你可能会把赢利预测从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每股3.50美元说成3.75美元，而实际上，每股3.30美元就已经算个小奇迹了。不过，谁能说准一家远在天边的科技企业赢利是多少，干吗不做做美梦呢？

贴金相对来说不算什么大罪过，因为在某种程度上，每个人都经常这么做。不过，会员们的鼻子非常灵，谁要是贴金贴得太过分，他的信誉就算完了。而且，如果还有别人了解你正在讲的故事的底细，他们会毫不留情地把你打断，纠正你的夸大不实之处。这可相当尴尬，但这也正是这类聚会的魅力所在。如果某人讲了一段新鲜有趣的故事而又没被打断，那就说明这个故事至少很新，而且，有可能是真的。

“砍人”是严重得多的罪行。如果你当场被拆穿，也就是所谓的“人赃俱在”，你甚至可能被踢出俱乐部。砍人是指你在讲故事时故意给它贴金，希望吸引别人去购买，而你却在暗中吐出那种股票。介绍自己做多或做空的股票是一回事（而且多数会员都会说明他们拥有某种仓位），砍人就完全是另外一回事了。砍人是说谎，是诈骗，是对这场金钱游戏规则的冒犯。

像蛇一样令人讨厌并不说明他不会赚钱

曾经是俱乐部会员的理查德素有砍人的嫌疑。这是一项严重的指控，但又很难被证实。只要没人受害，大家也就不太在意了。顺便说一句，理查德属于那类坚持不让别人管自己叫迪克[①]的人。

在名声赫赫的对冲基金业中，有一群狡猾的家伙靠出卖信息甚至各种内幕消息赚钱。理查德的狡猾绝不逊色于这些人，别看他有着一副体面有教养的哈佛毕业生外表，穿着雅致的套装，说话时带出一丝波士顿腔。但是，像蛇一样令人讨厌并不能说明他不会赚钱。理查德混迹于俱乐部很久，另外一名会员甚至还和他做过一阵子买卖，最后以一场纠缠不清的官司告终。理查德有一次得意扬扬地说他是“自己造就了自己”，他的前合伙人在一旁插话道：“而且你崇拜你的造就者。”理查德非常精明，也非常招人讨厌，他挣了非常多的钱，这些

① 迪克（Dick）是理查德的昵称，但也与粗口谐音。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钱他多数留给了自己。他在谈论股票消息时，总是说得十分确凿和细致，我猜这就是我们容忍了他那么久的原因。

多年前，理查德和我打过四五次网球单打，那是恐怖痛苦的经历，虽然我明知道自己比他强。如果我击出的一个球落在界内但靠近底线，他经常会（当然不是永远）高喊“出界”。要是他击出的一个球明摆着出界了，但超出底线的距离不超过几英寸，他会跑到网边，费力地向落点张望。这样会弄得你不好意思，甚至不敢宣布球出界了。在我连续得分时，理查德会坚持走到场边坐一会儿，系上 5 分钟的鞋带。有时，他就此把比分记错了，当然错得永远对他有利。

我和别人说起这些，他们也曾有过同样的苦恼。有人告诉我理查德还有一次在对手领先三局时要求重新开一盘——老天！对付理查德的困难在于，难道你要认真跟他理论、说他捣鬼，好让别人看热闹？不，那太丢脸了，旁边球场上的人听到了会觉得你俩都是白痴。所以，你能做的只有小心翼翼地击球，不让它落到靠近底线和边线的地方。每次和他打球，我都下决心这是最后一次，但他会逼着我再打一场。就像我说的，本来明明知道一定能赢他，但他做的那些手脚太过分了，弄得我心烦意乱。最后，终于在打第四场时，他赢了。比这更让人恼火的是，他立刻就去四处宣扬，好像他总是赢我一样。

终于有一回，理查德在三角俱乐部玩儿得过火了。那是几年前的一个晚上，他透露了一条诱人的消息，说是一家公司刚刚研发出一种没有副作用而效果显著的减肥药，尚秘而不宣。只要每天吃两次、每次一片，很快，一个月后你就能减掉 10 磅！这显然将成为轰向肥胖美国人的一枚重磅炸弹！他告诉我们他已经看到了盲测结果，还引用了斯坦福研究集团和美国药品协会的数据。美国食品与药品管理局（FDA）的批文马上就能拿到。好几个人都知道那家公司，那是一家正规的生物科技企业，也颇有几名像样的科学家，只是财务状况不怎么乐观。那家公司曾经宣布自己正在研制一种有前景的减肥药，但生物技术分析结果不明。

不少人被这条消息迷住了。如果他们一起行动，生物科技股肯定坐上火箭。理查德被细细盘问，但他应付得不错——我跟你说过他是多么机灵。“瞧，”他说，“辉瑞制药公司原来的董事长现在是斯坦福的一个头儿，我都认识他好多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年了。我们都知道关于基因这种事没法说得太准，不过他告诉我大量实验证明这种药片对老鼠很有效，最棒的是它没什么副作用。老鼠比平时撒尿撒得多了，但体质没什么变化。你们随便吧。我反正是重仓，还得再吃进。”

第二天，有几个人下了买单，但让他们有点意外的是立刻就成交了，而且量很大。两周之后的一天早上，当这家公司突然宣布已从美国食品与药品管理局撤回药品申请时，他们的感受就不仅仅是意外了。这些药的确让老鼠减了重，但也让它们得上了无可救药的胃癌，都死了。股价立刻崩掉。接下来的一次聚会时我在，理查德没来。吃饭时，一个叫约翰的，也就是那群买了股票的家伙中的一个，谈起他的单子一下子成交时他曾多么疑心。后来他查了那个大卖主是谁，结果发现就是理查德常用的那名经纪！

会员们坐在那儿面面相觑，那情形就像一群牛仔终于弄清了谁是偷牛贼。约翰是个严肃的大块头，第二个月晚餐会前的鸡尾酒时间，他和另外几个人遇到了理查德。理查德吞吞吐吐地说他只卖出了一点股票来减轻仓位。“滚出去，你这垃圾！”约翰低声说。理查德走了，他再也没来参加过聚会，我听说他搬到了洛杉矶。

外面有一个丛林，而刺猬们正在杀死它们的金鹅

昨晚饭后，我们几个人坐在一起聊起了对冲基金。我们这些三角俱乐部的会员、投资战场上的老兵，谁都不羞于表达自己的观点。况且，我们已相熟多年。一时间难听话满天飞，密度赶上了巴格达不走运的日子里空中的榴弹。一开始有人说起现在美国有 8 000 只对冲基金，资金规模在 1990 年还是 360 亿，如今已差不多有 1 万亿。一个单向多头基金经理酸溜溜地抱怨了一大串：“对冲基金的黄金年代快要终结了，而且会天崩地裂地结束，绝不会无疾而终。资金的规模越来越大，基金雇用的人才越来越多，这就意味着从资产类别到个股，一切一切的定价都被疯狂的投资者严密监视着。这些人整天盯着电脑屏幕，拥有大量数据库，用光速转移大把金钱。结果就是价格被哄抬，投资收益减少。很显然，从前那种绝佳的套利机会现在差不多还没出现就蒸发了。事实上，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家可以抓住的机会就那么多，现在被分散到更多只基金、更大量的资本上，所以对冲基金作为一个资产类别来说收益降低了。同时对冲基金的风险又在加大，因为大家的仓位都更大更集中。你们这些贪心的刺猬正在杀死你们的金鹅。现在的情况不是有点危险，而是离死期不远了。”

“你不就希望这金鹅比你想象中更不值钱，病得更重吗？”一位喝着白兰地酒的对冲基金经理说道。

“宏观基金[①]就是导致破产的罪魁祸首。”另一个人说道，“新进入的资金太多了，你的动作一定要快才行。”他盯着我。

“现在宏观基金已经强手如林，”他接着说，“太多的人在玩儿这个，加上那些胆大的投资者，简直是在互相残杀。过去6个月就冒出来大约100只新的宏观基金，每个人都以为自己是下一个斯坦·德鲁肯米勒或刘易斯·培根。这些人里有的实在太嫩了，他们的愚蠢会误导你。偏偏这些家伙又财大气粗，要想跟他们硬碰，倒霉的是你。除了这些人，还有那么多大投行的资产交易部，加上各式劣迹斑斑的央行，像什么马来西亚国家银行啦，尼日利亚中央银行啦。上星期我就被一家亚洲的中央银行和几个新的宏观基金经理给整惨了。全都是些笨蛋！”那个宣称自己被整惨了的家伙看起来意气风发，我没吱声。

“这就是金钱赌博！本来大家玩儿得好好的，谁知道新加进来的人越来越有钱，出手越来越快，结果是这游戏越来越难玩儿、越来越危险了。”另一个对冲基金经理闷闷不乐地说，“每个人都像吃了激素，拼得一天比一天惨，简直就像橄榄球联赛。”

“越来越多的基金根本挣不到超额回报，还收那么高的管理费就缺乏说服力。”另一个家伙说，“太多的资金涌进来，基金的表现记录要被毁了，投资明星的光环也要被毁了。这之后，大家对对冲基金的热情也就注定要冷了。整个对冲基金业的利润池还是那么大，喝水的人可是越来越多。甭问，下一个进棺

---

① 宏观基金是一种主要利用各国宏观经济不稳定性进行套利活动的基金。该类基金一般会收集世界各国的宏观经济情况并进行研究，当发现一国的宏观经济变量偏离均衡值，便集中资金对目标国的股市、利率、汇率、实物进行大笔的反向操作。当该国宏观经济形势发生变化，宏观基金将从中获得巨额的收益。宏观基金的代表是索罗斯管理的量子基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

材的就是你。”

“你说利润池没扩大，对这点我倒不是很肯定。”我争道，“就说这些懵懵懂懂刚闯进来的新手吧，胃口不小，经验不足，大多数得交点学费。他们亏的钱就是咱们这些人利润池的进项。”这时我发现一名基金老手正瞅着我，面带一丝诡笑。估计他脑子里在想：“你算个什么，小子，还在说别人嫩？”

“杠杆、杠杆、杠杆——你们这些人可能就要毁在这上面了。”那个单向多头基金经理说，“其实，自从长期资本管理公司（LTCM）带着它庞大的资产负债表和花里胡哨的尾期选择权（管它是什么东西）垮台之后，对冲基金已经在削减杠杆了。反而是投资者——既包括个人也包括组合基金——在加大杠杆。客户对于越来越低的回报不满意，于是组合基金就跑到银行去借钱。而银行（尤其是那些欧洲银行）非常乐意借贷给这些富有的个人客户，让他们去加大手中对冲基金的杠杆。从理论上说这没错。一揽子多样化的对冲基金比一只基金的波动性要小，所以，干吗不用杠杆来扩大回报呢？”

“是啊，”另一个声音说，“但是等到哪天晴空霹雳、山崩海啸的时候，你就知道厉害了。对冲基金组合缩水10%所用的时间不是一年而是一个月，而一只大量运用杠杆的组合基金经过一次震荡就能损失15%。那时，整个对冲基金世界又会怎样呢？我来告诉你们吧：吓破了胆的组合基金客户会忙不迭地赎回，这样组合基金也得跟着从对冲基金那儿赎回，于是整个资产类别大缩水。而且城门失火殃及池鱼，采用多空策略的市场中立基金也都得跟着完蛋，因为在大家都被迫兑现的时候，他们的多头会跌价而空头却会上涨。”

“反正全得玩儿完。”那个单向多头基金经理说，“我这不光是说给你们，是说给大家，包括我。”一个晚上就这样结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第二章
新刺猬可能曾战绩辉煌，但照样一败涂地

每有一个“麻雀变凤凰”的故事，就有至少两三个“麻雀变麻雀”或“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我说过，每有一个“麻雀变凤凰”的故事，就有至少两三个“麻雀变麻雀”或“麻雀变凤凰再变麻雀”的故事。2004 年，估计有上千只基金退出了战场。尽管媒体喜欢渲染大事件，但真正像长期资本管理公司或 Bayou 那样轰轰烈烈倒台的还是极少数，大多都在无声无息地缓慢死亡。常见的情况是，几个人发起一只对冲基金，募集到 1 000 万甚至 5 000 万、1 亿美元。他们按资产收取 1.5%的固定管理费，再抽取利润的 20%。仅仅靠固定管理费是维持不下去的：办公场所、会计、计算机、后勤、技术这些日常开支就不低，此外还得养活三个分析师、一个交易员，再加上一分都不能少的彭博终端和研究服务费。基金收取的固定管理费连应付日常开支都不够，也就是说，合伙人什么钱都拿不到。若不是原来有点积蓄，这些人恐怕只能喝西北风了。

于是，他们的命运就完全取决于基金头几年的表现。要是基金表现良好，合伙人赚到 20%，再募集到更多资金，他们每晚都会笑着入眠。而如果头一年就把业绩弄砸了，投资人争相赎回，这时合伙人什么都别想落下。还有一种情况，就是头几年不好不坏、业绩平平，这样不可能有新的资金进来，办公室和家里的日子都不好过，因为零的 20%还是零。纽约的伯恩斯坦研究公司估计：最大的 200 家对冲基金掌握着全行业 80%的资产。其他的散兵游勇就盼着天上偶尔掉块馅饼，能让自己多支撑一阵。

我本人了解的过去几年里建立的基金就不下十几只，发起人都是些非常成功的分析师或机构销售精英。这些人曾是大牛市时期的金童，并且在 20 世纪 90 年代末期挣到了大笔佣金，就此变得挥霍无度。他们是些很有魅力的男人和女人（说句实话，女人不多），但在某种程度上，他们可能把魅力加运气加牛市与投资头脑混为一谈了。成功的眩晕让他们习惯了奢靡的生活，从酒窖到共享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直升机缺一不可。他们似乎无一例外地拥有金发飘逸的美丽妻子、好几个小孩、8 间卧室和 4 个车库的大房子、位于西部的滑雪屋（在佛蒙特滑雪太没有档次了），以及数名苏格兰佣人。再加上孩子上私立学校的教育费（就算托儿所都要 2 万美元）、四五家有名的高尔夫俱乐部年费，以及多项捐助，日常开支之大可想而知。

高盛三剑客

举个例子，曾经有 3 个在高盛私人财富管理部干得相当不错的家伙，几年前跳出来建立了一只采用多空策略的市场中立基金。他们在高盛做得风生水起，其中两人一个对技术股嗅觉敏锐，一个对新股首次公开发行业务十分在行，但是只做一名成功的经纪（私人财富管理人员通常就是经纪）并且挣大钱还不够。经纪似乎有点不入流，妻子们不愿意告诉女伴自己的老公是个经纪。所以，这些家伙决定运作一只市场中立对冲基金，由自己来挑选股票，做真正的投资决策者。他们在高盛到底是负责投资还是筹资？我猜多半是后者。**所谓市场中立，一般指的是一只基金经过风险波动率调整后的净敞口可能在 30% 的多头到 10% 的空头之间。**市场中立基金很时髦，因为运作得好的话可以带来每年 7%~12% 的持续低风险回报。

抱歉，我却认为市场中立基金是一只烫手的山芋，尤其是定量型市场中立基金。太多的人在做着同样的事。20 世纪 80 年代，摩根士丹利手中就握有一系列依靠基础和定量模型运作的市场中立基金。掌舵的都是些天才，这些人在柜台交易上已经赚了大钱，然后发明了一些纸上谈兵的模型，但这些模型在现实中没有一个带来过真金白银。有个家伙说他用电脑选股，选出来的第三系第五维的股票标着颜色。他说得没错，是有颜色——他的资产负债表最后变成了红色。

言归正传，2001 年 1 月 1 日，来自高盛的精英三剑客买卖开张。手中的初始资金是 1 亿美元，接下来的头两年只损失了 10%，考虑到当时的熊市，业绩不能算坏。然后，到了 2003 年，他们太过于小心谨慎，结果基金只增值了 5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也就是说，头3年没有赢利，他们那20%的利润抽成带来的收入是零。而此时他们的家人仍旧在市郊富人区过着挥金如土的生活，私人花销已经快把他们压垮了。

三个合伙人中的一个——也就是那个在麦田镇有大房子和许多保姆的——退出了，又回到高盛私人财富管理部。麻烦的是他的老客户都已经被别人瓜分，他只得从头再来。剩下的两人放下架子，遣散了两名分析师，削减了日常管理费，还把孩子送进了格林尼治公立学校。但是当投资者听说一名合伙人离去和公司不景气的状况后，开始缓慢但坚决地撤回资金。我讲这个故事是想说明：虽然基金的业绩不算坏，但还是走上了末路。

超级明星伊安带着他的投资组合入睡——并且边睡边磨牙

另一个类似的例子是伊安。这段文字是我6个月前所写，所以在你们读到这段小故事时请记住这点。有两年的时间，我和我的两名合伙人跟伊安共用一个办公室，他是我们在摩根士丹利时的勇敢战友。伊安不到30，瘦瘦的、刮了脸，一副苦行僧的外表。他非常聪明，以分析见长，说话快而热烈。我们4个人老早就是好朋友了。我觉得我非常了解伊安，他是典型的投资真理铁杆信奉者。可以说，他是安·兰德的伟大小说《源泉》中那个霍华德·洛克的对冲基金版，一个不计任何代价寻找自己事业“真理”的人。

伊安从伯克利毕业后，和我的合伙人西里尔一样被银行信托公司录用，加入了分析师队伍。他在那儿待了5年，直到我的另一名合伙人麦德哈夫引诱他跳槽到摩根士丹利，加入新兴市场投资团队。伊安在新兴市场领域战绩辉煌。到20世纪90年代末时，他已经身为董事总经理，管理着摩根士丹利庞大而利润丰厚的新兴市场业务。我是他的顶头上司。在我们眼中，他是一颗冉冉升起的超级明星。2000年快到年底时，我向公司力争，要求他们发给伊安一份巨额奖金，因为他是业务的顶梁柱，因为他的潜力如此之大，也因为我知道他的辛苦。于是，在2000年年底，伊安拿到了前所未有的高额大奖，部分是现金，部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分延后支付。

2001 年 1 月，在拿钱的第二天，他来见我，带着点羞涩但又非常开心地告诉我：他要辞职了，准备发起一只全球对冲基金。我觉得被耍了，心里有一丝受伤，更多的是意外。但另一面，我们的延后支付计划防备的也正是这种事。我开始努力劝他打消这个念头。我跟他说，他的工作很出色，现在离开很不划算。我知道他有妻子和 3 个小孩，在汉普顿有一栋不大的房子，还在纽约买了套公寓，他自己并没有什么财产可以发起一只对冲基金。我还告诉他，凭他的信誉还不足以筹集到资金。再在摩根士丹利待上几年不是很好吗？这样可以多赚些钱存下来，同时增强自己对于全球市场的认识。几年后，若是他仍旧钟情于对冲基金，那时再做也不迟——那时他就有条件筹到更像样的资金了。当然了，我心里盼望几年后他能回归理智，把对冲基金忘到脑后。

我的口舌自然是白费了。他决心已定，不管代价多高，也要成为一名真正的全球投资实战家。结果证明代价确实很高。因为辞职，他放弃了 100 万美元延后支付的奖金。在接下来的几个月中，他发现根本筹不来钱，除非放弃股权——即使是放弃股权筹钱也仍旧很难。为了能凑出一些钱来投资，这个狂人卖掉了他的公寓和汉普顿的房子，带着一家人搬进了一处寒酸的出租屋。只有上帝才知道这家人到底受了多少罪。2002 年 3 月，伊安手握可怜的 800 万美元启动了他的基金。

伊安的投资风格开始转向全球宏观和全球选股的组合。他持有或卖空债券、外汇、商品、股指以及个股。开始那些年，他的成绩时好时坏。在此后的几年中，他的表现比 MSCI 全球股票指数略好一点，甚至也跑赢了标准普尔 500 指数，然而每个月的成绩都极不稳定。有时一个月就增值 10%，有时连续三四个月倒退 3%~4%。2004 年 11 月，他的成绩一下子蹿升 17%。现在他的资金已经达到 2 500 万美元，但一直没能吸引到什么大钱，我猜原因就在于他的不稳定。此外，作为一名纯粹主义者，他拒绝同任何要求他放弃基金部分控制权的筹资机构做交易。

我喜欢伊安的这种顽固劲儿。他带着他的投资组合入睡，他妻子说，有时半夜会听到他在梦里磨牙。我拿自家的钱只投了两只基金，一只我自己的，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只他的。我给他钱是因为我不仅欣赏他的头脑和勇气，也佩服他的克制和精神上的纯粹。伊安总结说，在摩根士丹利时，他的时间总被外界而不是自己所控制。

“我在那儿的时候，”他说，“老是得接电话、听分析师讲话、和人吃饭、跟战略部的人开会，他们控制着我的日程。骨子里我是个合格的文明人，不太好意思在别人说废话时粗鲁地打断他们。但我需要的是事实，而不是见解。我发现，什么人都不见对自己最好，获得信息的最佳方式就是阅读报纸、行业杂志、事实材料还有一些研究报告。为做到全神贯注，我需要一个人静静地读东西和作研究，需要能够随时排除那些与我的投资主题无关的东西。”

他就是这样做的，整天埋头读报告。伊安乘电梯时手里从来都拿着一摞研究报告。在办公室里，他就像一个隐居的僧侣，寻找着他的真理。这是否意味着伊安将成为一个大赢家呢？不一定，但对于他来说，这是通向成功唯一的希望之路，而我也愿意拿出一些钱来赌他会成功。

2005 年 4 月，伊安跑来告诉我，他在痛苦地思考之后，决定把钱还给投资者。换句话说，他准备关闭基金。我极度震惊。我知道过去几个月他的日子不好过。3 月初时，他认为行情就要爆发，于是把他的空头平了仓，但就在第二天市场掉头下跌，连续跌了 11 天。我知道他在 2005 年的头 4 个月亏了 16.5%，但他以前并不是没经过大风浪。2004 年有一次他曾一下子跌了 10%，但不管怎样，全年的总增长还是有 22%。从基金发起到现在，在扣除所有费用后，他的投资者仍旧赚了 10%。虽然比起同期上涨 12.65% 的标准普尔 500 指数来这不算多好的业绩，但也不能算差。

伊安却因为自己不断的起起落落而失去了信心，这使得他几乎不可能再吸引来新的资金。但是他告诉我说，这并不是促使他放弃的真正原因。原因在于，每天把心完全悬在投资组合上，这种压力让他越来越吃不消。（在形势不好的日子里，每天都要体会死一次的感觉。）他压下的赌注那么多，以至于市场的每一点风吹草动都让他胆战心惊。他是个孤独的投资者，独自工作，与世隔绝——如今，他发现在心理上和经济上都已无法承受这样的压力。也许当初要是有一名合伙人和他分担这一切，结果就不一样了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾有一位事业同样充满波折并患上忧郁症的人士——那就是温斯顿·丘吉尔——曾经讲起他的“黑狗”：在不顺利的日子，那只浑身恶臭的大黑狗就不请自来，咻咻喘着粗气，重重地坐在他的胸口上想把他压死。投资领域也有一条投资黑狗，当你表现不佳时，它会跑过来坐在你的胸口上——在夜半时分，在周六早晨，或是某个阳光明媚的春日下午。当它到来时，你根本无法驱走它。它折磨着你、咬啮着你的生活。我们都时不时地接待黑狗光顾，但伊安在过去3年中见到它的次数尤其多。在给投资者的最后一封信中，他写道：

> 从个人和心理的角度说，一个显而易见的痛苦是：我始终未能从基金头7个月的大灾难中恢复过来。被卷进股市30年一遇的最黑暗的7个月并犯下错误，对于运作对冲基金来说显然不是一个好的开始。尽管我们在反弹中抓到了不少机会重整旗鼓，但过去的经历仍让我心悸不已。看到我自己的影子时，我都觉得他正在作随时平仓的准备……考虑到诸多负面因素，我所经营的事业前景不明。这种内心的脆弱常常会影响投资心理，一个季度表现不佳就急于扳回，基于这种心理很难作出正确的中期投资决策。

我仍然相信伊安是个胜利者，但此时他确实已经疲惫不堪。过去3年中他只休息了一天，而现在他打算多花点时间，重新思考一下自己的下半辈子应该干点什么。在过去3年里，他每天中的大部分时间都在紧紧盯着彭博终端的屏幕，这已经成了众多失败者的一种游戏，伊安说不想这样度过余生。

伊安会没事的，他一定能打败黑狗。他婚姻幸福并且有3个小男孩，但他告诉我他的家庭关系也在过去几年中受到了很大伤害。每天盯着屏幕，以他孤独的方式运作金钱，再加上艰难的市场环境，这些都让他的情绪饱受摧残。然而，说实话，我是不是觉得自己又一次被背叛了呢？没错。

爱笑的吉尔伯特不再笑

在互联网和技术股泡沫破灭这样的大事件之后，对冲基金轰然倒台或黯然退场都不足为怪。它们让投资者血本无归，让公司经理们伤心落泪。有一个家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙，别人叫他“爱笑的吉尔伯特”，因为他说话时总是带着笑。他可以笑着告诉你他最优秀的分析师刚刚跑了，或是他最大的多头丢掉了赚一笔大钱的机会。说这些话时他会带着一个大大的、欢快的笑，笑得友好而真诚。吉尔伯特的朋友很多，大家都喜欢他。

然而，一切已经成为过去。1996 年，40 出头的吉尔伯特从诺德 · 博特的投资组合经理位置上跳出来，组成了他自己的对冲基金。爱笑的吉尔伯特自己没什么钱，一开始筹到的钱也不多，但他还是雇了 3 名分析师，就这么开张了。吉尔伯特是一个“题材股”、趋势投资者，而且所有的投资决策都是他自己作。20 世纪 90 年代晚期市场正火的时候，他把重点集中在互联网和技术股上。业绩时好时坏，但总的来说 1997 年大赚，1998 年还不错。此外，基金的规模也迅速成长。到 1999 年，爱笑的吉尔伯特手中已经握着大约 5 亿美元，自己赚的钱也着实不少，这些钱又被他放回了他的基金户头里。那年夏天，他把办公室搬到了格林尼治，又花大约 1 000 万美元在环山路（你能想到的最棒的地点）购置了一栋古老的石头大宅。这可是个不小的动作，因为 1 000 万美元差不多是他当时身家的半数。

现在该说到吉尔伯特的妻子莎伦了——一位不甘人后、雄心勃勃的女士。她像一枚炮弹打进了格林尼治的社交圈，这可不是容易事，因为那里能溅起浪花的显赫家庭着实不少。莎伦捐助了所有“大胃”的慈善组织和昂贵的幼儿园，坚持雇用一名真正的苏格兰保姆和一名私人教练，然后他们买下了 Net Jet 的飞机共享权。[①]最关键的是，她开始像泼水一样把美元泼在他们的新房产上。那栋老宅的内部被完全拆掉重建，集中了现代建筑艺术的各式精华，其中包括一间两层楼高的放映室、一间有硕大壁炉和教堂式天顶的家庭起居室。她的建筑师重新设计了地下室，把它变成能存放 5 000 瓶美酒的酒窖，酒窖当中是一间华丽的餐厅，里面有一张能坐 12 个人的古董餐桌，一个电动送菜升降机直通厨房。我始终没弄明白为什么他们家要在地下室请客吃饭，但她就是这么想的。重建工程持续了一年，采买和施工又在吉尔伯特那还不算太鼓的钱袋上咬了一口。

---

① Net Jet 公司为巴菲特所有，客户可以购买其私人公务飞机的共享使用权。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全家人终于在2000年7月1日喜迁新居，新增的日常开支让吉尔伯特有点发愁，但他觉得只要基金运转良好，自己就还能应付。那时市场正火，吉尔伯特也是炙手可热的成功人士。“你还能怎样？”他边耸肩边笑着跟我说，“女士想要处房产。”他们的大儿子长大了，想上最热门的学校布朗斯威克，但看起来希望渺茫，直到有一天一个校务理事悄悄跟吉尔伯特说，一笔七位数的捐款就能创造奇迹。同时，他的公司开支也在增加。他们现在有五名分析师、一个首席运营官、一个客户关系经理、一个办公室经理以及四个秘书。

阴云开始聚集时，骆驼身上的稻草也越来越重。2000年，吉尔伯特的基金下跌了15%。就像我曾经说过的，零的20%还是零。爱笑的吉尔伯特建议莎伦暂缓原定春天开始的新露台和主花园的修造工程，但莎伦气汹汹地争论说，那样会很没面子，因为别人会知道他们囊中羞涩，而他们的伟大设计才完成了一半。

2001年夏天，网络科技股溃不成军，而吉尔伯特的投资组合里充斥着这些正在陨落的昨日之星。到9月份时，他又亏掉了30%。他的投资者大多数都是新加入进来的，这些人没赶上以前的好日子，撤资时都忘不了责问吉尔伯特几句，有人甚至想以玩忽职守罪起诉他。10月初的一个星期二上午，他的多头下跌空头上涨。几位有限合伙人[①]冲他大嚷大叫之后，吉尔伯特带着和平常一样灿烂的笑容告诉秘书，他要回家吃午饭，可能两点左右回来。那是晴朗的早秋天气，叶子刚刚开始变黄，格林尼治的景致应该很美。爱笑的吉尔伯特沿着环山路开车回家，路边那些美丽的豪宅正慵懒地躺在柔和的阳光里。

他回到家，莎伦去参加一个慈善活动了。厨师伺候吉尔伯特在门廊上吃了午饭，吃饭时还开着体育台。看起来，那天的宅子里一片繁忙。7名工人正埋头栽种两万美元一棵的成年杉树，以便给他的车道创造出林荫大道的效果；后草坪上，10个墨西哥人正在修造新露台；一辆卡车运来比利时石料，准备铺设车道；一名电工正在地下室给酒窖安装间接照明设备。他能听见孩子们在什么地方笑着。家里的开销、办公室的费用、杠杆、赎回、不断贬值的投资组合，一

① 在基金中，普通合伙人一般即为基金运营者，有限合伙人一般即投资人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

切的一切都涌上了爱笑的吉尔伯特心头。

午饭后，他上楼走进自己卧室，拉上窗帘，躺到床上，塞好耳塞，戴上眼罩，就那么躺在黑暗中，直到4点莎伦回来。他说他非常累，不起来吃晚饭了。他的秘书打来电话，之后又有一名分析师来电要和他说话，他都不肯接。爱笑的吉尔伯特就这么躺在床上。事实上，他这么一直躺着，不肯拉开窗帘，每天只吃点面包喝点汤，躺了整个星期加上周末。他拒绝接办公室打来的任何电话，不再看体育台，不再读报，对孩子似乎也失去了兴趣。星期五，他的两名合伙人坚持要求知道他不去办公室的原因。

那个周末，在那间黑屋子里，不知吉尔伯特和莎伦都说了些什么。他是否告诉了她关于亏损和费用的事？事实是，在下一个星期二的下午，莎伦去了吉尔伯特的办公室，告诉交易员平掉所有的仓位，把损失锁定在30%。她通知那12名雇员基金即将清盘，他们会在11月底拿到遣散费。莎伦又去见了律师和会计，告诉他们此后由她全面负责。投资者在接下来的一周收到了通知。而爱笑的吉尔伯特再也没在办公室出现。

我和爱笑的吉尔伯特算不上特别熟，但他的一名分析师和我打网球。那个分析师说，他从此再没听到关于吉尔伯特的消息，这让他觉得很恼火。我打电话到吉尔伯特家，但两次都是莎伦接的，我跟她一点都不熟，不知该说点什么好。莎伦说吉尔伯特出门了，会给我回电，但他从没打来过。其他和他更熟的人遭遇也一样，而吉尔伯特是那样一个爱交朋友的人。

几周后，爱笑的吉尔伯特和莎伦把他们的宅子放到市场上待售。那年秋天格林尼治的房地产市场不怎么景气，大约6个月后房子才脱手，卖了大约700万美元——天知道他们已经花了多少钱在上面，而且他们还有没缴清的按揭要还。然后他们就搬到了圣迭戈。

热门年轻技术人士的遭遇

还有一个故事，是关于我认识的一个年轻技术人士的，他原来在一家大公司工作。泡沫最疯狂时，他真是春风得意。那时他是一个又随和又有魅力的家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙，喜欢和你谈技术谈个不停（据我所知他现在仍是如此）。在他最辉煌的那段时期，他喜欢穿着牛仔裤和拖鞋参加格林尼治的鸡尾酒会，背上还背着孩子。他的办公室堆满了研究报告和计划书，但我相信他从来不看。他整天泡在电话上，和他那群爱传闲话的朋友聊天，散播各种小道消息，希望比别人早点知道奖金分配方案或是第二天谁要在会上说什么。

他反应敏锐，牛市那几年他的业绩登峰造极——为了那些骄人的数字，他把 20 世纪 90 年代末所有流行的手段都用上了。他交易频繁，为经纪人创造了大笔佣金，而他得到的回报则是在热门IPO（首次公开募股）中拿到巨大的份额。然后，他就把他的客户业务所带来的IPO股份全都放到一只公共基金里（碰巧就是他投进了大钱的那家基金），等股票大涨之后卖掉它们，狠赚一笔。他使用那家基金做自己的代理账户。有人问起时，他会说那些IPO股份不太适合于自己的机构账户。这么做并不犯法，但也不能说是光明正大。

他甚至被三角投资俱乐部请来过几次。面对这个如日中天的年轻人，头发花白的老家伙们聚精会神地听讲，时不时惊讶地摇着头，他们觉得自己也许真的过时了。

1998 年年初，年轻人离开那家大公司，凭借辉煌的投资记录筹集到 4 500 万美元，发起了自己的对冲基金。事实上，这是一只使用杠杆的多头技术基金。头一年他赚了 40%，1999 年又不可思议地赚了 65%。我估计他自己拿到的就有 3 000 万美元。2000 年，大笔新资金涌进来，他手上操纵着 6 亿美元。那年 11 月，他带着妻子、两个孩子、一个保姆、他的岳父母，还有一个做他私人教练的远亲，坐着 G–5 型飞机到圣莫尼卡来参加一个大型技术研讨会。那年夏天的股价下跌让他损失了不少，但他仍然认为自己会安然无恙。他相信上帝保佑着他，星星照耀着他。他还像以前一样友善和健谈。

2001 年是糟糕的一年，他损失惨重，但仍能支撑。而到了 2002 年，真正的灭顶之灾到来了。似乎他拥有的每种证券都沉到了海底。有的企业夸大了业绩，有的直接就是诈骗。他持有的一些股票在几年时间里就从每股 150 美元跌到每股 3 美元。到年底时，他的基金比高峰时缩水了 80% 左右，也就是说他得再增长 400% 才能让自己拿到业绩奖金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2003年1月，他把基金关闭了，据说带走了500万美元——也就是头几年奖金里剩下的部分。他告诉别人他要休息一段，然后东山再起，不带负担，但他好像没再浮出水面。现在别人告诉我他住在马里布，每天冲浪。

我讲这些小故事是想说明：开办并管理自己的对冲基金是一个如此艰巨的挑战，而失败将会给你的生活和精神带来巨大的创伤，它们可能永远无法痊愈！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第三章
抛空石油：低级笑话发生在我们身上

巴菲特说，不要仅仅因为价格下跌就卖出价格被明显低估的资产，那是非理性和愚蠢的做法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果对冲基金不卖空，它们所能做的就只是运用杠杆做多并收取高额费用了。大家都知道，有杠杆的多头基金业绩波动极大。事实上，20 世纪 70 年代和 90 年代晚期两次长期大牛市结束后，许多对冲基金都变形为这类运用杠杆的多头基金。**然而，真正意义上的对冲基金应该是时常卖空的。换句话说，它们总是在某种程度上开空仓，因为总是会有股票相对于其他股票价值被高估。**从理论上讲，它们应该能够从多头对空头的表现差异中获利。

职业对冲基金进行两种不同种类的卖空。一种是卖空主要指数来对冲其多头，一种是在熊市时利用卖空个股作为保护基金的手段。许多优秀的基金经理都会使用第二种技巧，但他们对挑选有上涨潜力的股票非常自信，挑选将要下跌的股票则难得多。如今，整体来看，对冲基金行业对于自己的空头赢利能力并无信心，他们承认，卖空一些指数是必须要做的，但卖空个股或行业股则十分危险。

然而，卖空个股具有其独特的吸引力。空头投资者比多头投资者少得多，这也就意味着这片战场不那么拥挤，也不那么有效。对于喜欢独辟蹊径的投资者来说，这是一种很大的诱惑。做空者少的另一个原因在于，空头往往承受着更大的压力，与做多者相比，做空者更经常地处于不安和紧张之中。俗话说："不要轻易卖出不属于你的东西，否则不是归还，就是进班房。"实践不断验证着这条训示的高明。当然，做空符合人类（尤其是那些天生怀疑一切、藐视一切的家伙们）的逆反心理。也正因为如此，尽管频见空头受挫，市场上仍总有空头存在。

其他形式的做空者包括为数不多的净空基金[①]。写到此处时，一个管理着 5

---

① 净空基金（Dedicated short-bias hedge fund），指多、空仓位抵消后总体净仓位为空头的对冲基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿美元净空基金的朋友告诉我，他估计，净空基金管理的总资产已从几年前的60亿美元缩水到目前的30亿美元左右。此外，由于组合基金与其他性质的对冲基金缺少关联性，组合基金有时也聘用具有做空倾向的基金经理。这些家伙经常把做空分为两类：投资性做空和揭骗性做空。

所谓投资性做空，其前提往往是经过严格的证券分析后，基金经理发现一家公司的前景比当前股价反映的要糟糕。在这样的情形下，做空者也许会不断交易，或是连续几年持有空头头寸。曾经有一个可口可乐股票的例子。1998年，一位做空投资者研究了可口可乐公司，认为公司的赢利数据值得怀疑：营业额年均增长3%，而管理层和分析师却宣称赢利年均增长达15%（见图3-1）。他开始深入研究饮料行业，参加可口可乐的分析师会议，和装瓶工人谈话。尽管大家普遍相信可口可乐股票涨势背后确有15%的赢利增长支撑，他仍然坚定不移地得出了自己的结论：可口可乐的实际赢利增长率应该只有5%左右，就此他



图3-1　可口可乐股价1986~2005（截至2005年9月2日）

资料来源：FactSet Data Systems

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还列出了五大理由。他开始在股价位于80多美元时做空可口可乐股票。这确实是一次完美的做空，因为可口可乐的确未能达到市场的普遍预期，最后，管理层也不得不改变了口风。2005年，可口可乐股价徘徊在43美元附近，公司管理层成了众矢之的。而与市场情绪相反，这位做空投资者此时正满心喜悦，只想着如何平仓收获战果。这家伙喜欢对那些已有巨大涨幅、颇受机构推崇的著名公司持续做空，如今他每天捧着《财富》杂志研读，在那些大名鼎鼎的公司中寻找下一个猎物。

揭骗性做空与投资性做空不同，就像它的字面含义一样，这是一种针对骗局的做空。揭骗性做空者有可能成为大赢家，因为纸总是包不住火的。但是，如果持有的空头合约规模过大，他们也极有可能自蹈险境。当做空利润非常丰厚时，一些非基本面因素可能带来强大的挤仓压力。举个例子：假设很多只对冲基金同时识破了一个骗局，同时对其做空。虽然骗局即将被揭穿、空方的巨大赢利指日可待，但此时，借到股票的难度也变得很大。倘若此时做空该股票的一只基金面临大额赎回，不得不平掉部分空头合约，它有可能只能通过市场买入股票。此时，尽管股票面临的是很不利的负面消息，基金的买入仍将推动股价迅速上涨。

石油空头之劫

长期以来，像我们这样可怜的投资者总是经受着痛苦的折磨。刚刚发掘出一个投资机会时，无论它是做空还是做多的机会，总会有一种探索的喜悦油然而生。这时，你会因各式各样的憧憬而兴奋莫名，一切恰如爱情之初的心之悸动。我们对自己的严谨分析和缜密逻辑充满自信，于是一边确定投资规模，一边幻想能赚大钱。但世事瞬息万变，恰如你的甜蜜恋人突然间变成了一个令你沮丧、狂乱、愤怒的怪物。当这一切发生时，那个怪物——当初设定的仓位，会主宰着你的资产组合和你的投资生涯。痛苦无法斩断，你不断地为你们之间该诅咒的关系苦恼，它不折不扣地影响着你的生活。

2004年5月做空石油就给我们带来了巨大的痛苦。当时油价是40美元一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

桶，我们也作了通常该作的所有分析和模型测算。我们认为剔除 1990 年因战争引起的油价上涨因素，石油的名义价格和实际价格均处于 20 世纪 80 年代初以来的最高点。我们认为石油供需之间的差距决定了石油价格，而影响石油供需的因素中，石油产量和石油库存都在增长，石油战略储备接近设计容量，随着全球和中国经济增速的放缓，石油消费也将逐步降低。这其中，中国因素是个关键，它对 1992 年至 2002 年全球石油消费增长的贡献率达到了 31%，2003 年则超过 50%。借助一个复杂的回归模型，我们推导出石油的合理平衡价格应为每桶 32.48 美元，可笑的精确！一些能源专家当时估计得更低，他们估计石油的均衡价格在每桶 20 美元附近。

可与此同时，石油的牛市气氛开始上升，原油的未平仓合约数量巨大。我们猜测，在这些未平仓合约的持有者中，相当大一部分是运用趋势模型的多头投机者。换句话说，他们是趋势投资者，买入石油仅仅是因为油价处于涨势，而不是基于对油价的任何分析（至少我们是这样认为的）。当然，对恐怖分子毁坏中东石油管线的风险，特别是最关键的石油产出国沙特阿拉伯遭受恐怖袭击的可能性，我们并非视而不见。业界普遍认同在每桶石油价格中有 8 美元为恐怖溢价，我们的模型也是如此认定的。但是，恐怖分子究竟可能把沙特阿拉伯的石油设施破坏到何种程度，大家莫衷一是。

在分析恐怖袭击因素时，我们认为，即便沙特阿拉伯的石油设施遭到破坏，修复起来应该也很快。也就是说，恐怖破坏对沙特阿拉伯石油产出的潜在影响相对有限。当然，如果沙特阿拉伯发生政变，油价可能被推升到每桶 80 美元。可是，这种事又有多大概率呢？几乎不太可能！此外，我们同样考虑到，世界其他石油产出国的闲置生产能力近来有所下降，任何一个产油国的设施停转都可能造成油价波动。我们在 2004 年 5 月致客户的信件中这样写道："我们知道在目前情况下做空石油具有很大风险，但我们是在周详的风险收益测算后设定仓位的。"石油价格的波动率大致是标准普尔 500 指数波动率的两倍，计算结果表明，如果未平仓空头合约不超过管理资金的 12%，则风险价值[①]将会被很好地

① 风险价值（VAR）是衡量组合风险的通行指标，它表示在一定概率（如 95%）下的最大损失额度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

控制在我们事先设定的范围内。

深度分析可能让你陷入深渊

所有这些分析只是纸上谈兵。我们错估了需求，没有预料到飓风的厉害和政治局势的发展，对市场心理及其影响也缺乏应有的重视。5 月份，我们在每桶 40 美元附近开始卖空石油，可油价旋即上升到每桶 42 美元，我们开始感到一丝不安。6 月的最后一天，油价跌到每桶 36 美元，我们曾想在那天下午平掉部分空头仓位，但没有这样做。我们是有理由的：既然分析显示当时的油价是虚高，为什么要在此时平仓呢？

很明显，我们错了。油价还在涨。随着恐怖分子破坏伊拉克石油管线、俄罗斯石油巨头因税收问题入狱、委内瑞拉总统选举重新计票，油价开始以近乎垂直的角度上涨。但我们认为，这些只是短期因素。就在这时，欧佩克宣布将增加石油产量，我们士气大振，买入了更多的空头。基本面和量化模型分析仍然显示：每桶石油的均衡价格应该在 28~32 美元。不是吗？你看，石油库存在增加，石油产出国在增产，世界经济增速放慢。既然油价能向上突破均衡区间，那一定也可以向下突破。我们对空头合约钟爱依旧。

此外，我们坚信，石油价格涨幅如此巨大，人们一定会尽力降低石油消耗，同时积极寻找替代能源。

从开业以来，为让投资合伙人很好地了解我们的市场判断和投资业绩，我们每月都向他们发出一封详细的信件。不幸的是，尽管我们要求投资人保密，但还是有人把信件的内容用电邮传播了出去，我们的业绩和持仓策略变得广为人知。在 7 月份致客户的信中，我们强调我们是价值投资者而不是趋势投资者。在我们设计的投资流程中，如果某种商品的价格与我们初始的判断出现了 15% 以上的差异，我们将会对商品的基本面进行重新评估，决定是加仓还是平仓。作为价值投资者，如果商品价格上涨而基本面没有发生变化，我们会增加空头仓位而非对原先的空头合约进行平仓。价格偏离只会使投资变得更有吸引力。别忘了，我们信奉的是价值投资，而不是趋势投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于这种境地，沃伦·巴菲特曾有过“疯狂合伙人”的形象比喻。有一次我去听他演讲，他是这样说的：

设想你在做生意，有一个合伙人，出资额和你一样多，我们不妨叫他市场先生。有时候，市场先生只看到积极面，结果对生意前景盲目乐观，他会开出一个高得离谱的价格来收购你手中的股份。很显然，你会卖给他。而有时候，市场先生又被困难蒙住了眼睛，对前途灰心丧气。这时，他愿意用低得出奇的价格把他的股份卖给你。那时，你也一定会买入。

巴菲特继续说：

不要仅仅因为价格下跌就卖出价格被明显低估的资产，那是非理性和愚蠢的做法。换句话说，市场先生如此歇斯底里地折腾，一会儿如入天堂，一会儿若陷地狱，他注定是一个大傻瓜（当然，也可能是个小傻瓜）。

你完全可以不理市场先生或干脆利用他的习性，但要是你反过来受制于他，那就很危险了。举例说，你住的房子价格每天都在变，如果近几个月来价格一直下跌，你会仅仅因此就卖掉你的住房——一个舒适惬意的家吗？我想，你当然不会！从某种意义上看，一项诱人的投资就如同你舒适的家。

巴菲特的价值投资理念听上去十分有理，但如果你是从事商品期货交易的，你的客户在意你每时每刻的表现，那这样的理念就要碰壁了。8 月 19 日，油价上冲至每桶 48 美元，我们的资产较年初缩水了 7%。第二天的《纽约时报》上有篇文章，讲Traxis公司因为做空石油遭受了重大损失，旁边还配了一幅我衣衫邋遢的照片，以强化我的失败者形象。我这个圈子里的人大多是《纽约时报》的读者，这倒确实让我沮丧了一阵。那个周末，我去一个乡村俱乐部参加宴会，感觉大家都在偷偷看我，但当我想和他们聊天时，他们的视线却很快地转开了。

经年之爱化为乌有

很快，又一重打击降临了。我们最大的一个投资者打电话过来，要求撤出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金。要知道，我们在一起合作已经好多年了，也是他一开始给予了Traxis最坚定的支持。我心里说不清是什么滋味，也许越是意料不到的打击就越是让人难受。我们的另一个主要投资者（一家组合基金）也发来电子邮件，说我们不够理智，责备我们没做到勤勉尽职。还有一位女士，我已经为她管理资产30年之久并创造了不菲的回报，私下里我们还是好友，她在电话里说她无法承受这样的波动，想把钱拿走。换句话说，30年的信任就在这几个月间化为乌有——且不说此前的2003年我们业绩良好。更有甚者，一个显然读过我们7月份信件中关于市场先生那段话的家伙写了一篇文章，模仿我们的语气，挖苦我变成了愚蠢的价值投资者，说我该学会买涨杀跌了。让人难堪的是，在那样的时刻，在石油商品上，他是对的。

以往，我也曾经历过坏消息接踵而至的情况。一段时间出现失误，周围就会有人开始大吼大叫，问我是不是疯了。坏日子的信号和如今大致相同：没完没了的责难，长期重要客户开始撤资。这些信号可不是开玩笑。对你来说，这不是皮肉之苦，而是钻心之痛。你开始茶饭不思、噩梦连连，就算偶尔一笑，也定然是在强作欢颜。

并非只有我一个人在经历这样的折磨。我的合伙人马德哈夫开始重复做着同一个梦：在客户见面会上努力解释我们为什么要做空石油，梦中的他说得磕磕巴巴，客户们以一种厌恶的眼光盯着他。另一个合伙人的妻子也陷入了焦虑状态，时时关注石油，和我们一样期盼着油价回落。我女儿有一次问我："老爸，你倒是说说，你们为什么要做空石油呀？"她的声音很甜，我却听得心如刀绞。那时，我在想，这是黎明前的黑暗，我们转运的时候应该不远了。

好运似乎真的来了！油价在8月的最后10天内从每桶50美元跌到每桶42.5美元，我们如释重负地欢呼起来。一位颇受推崇的技术分析专家发表文章指出，斐波纳契波[①]显示，油价的精确高点在每桶48美元，跟随其后的将

---

① 斐波纳契数列1，1，2，3，5，8，13……后一位数等于前两位数字之和，前一位数字与后一位数字之比的极限值为0.618，为黄金分割值。技术分析派经常引用此数列衡量不同波动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是石油熊市。他认为第一波油价低谷在每桶42美元，然后是最后一轮上涨，在9月20日附近油价将到达顶点，趋势投资者将在此时抛空石油。再一次，在自负与傲慢中，我们没有进行任何平仓，我们坚信石油泡沫即将破灭，在油价最后的上冲中，商品期货市场广为存在的动态对冲者（根据计算机模型确定的涨跌动能进行交易的投资者）将转为石油的卖方而不是买方。不过，为避免恐怖袭击一类突发事件的冲击，我们倒是在此时买进了一些价外石油买入期权。

这口气没能松多久，那些一度让我们感觉成竹在胸的市场变化只是暂时的。接下来发生的情况表明，没有任何信号、任何指标、任何社会学分析或任何数列是完美的。人算不如天算，9月份发生了史无前例的大飓风，让历史上所有的飓风季节都为之失色。是的，我们知道8月和9月是飓风频发期，我们知道强风暴可能会造成墨西哥湾的海上石油设备停止运转，可确实已经有好多年没有发生过有真正破坏性的飓风了。可惜，老天不这么想。自8月中旬起，四次大飓风突然接连扫荡佛罗里达，横卷墨西哥湾。油价对每一次飓风都作出了反应。祸不单行，伊拉克石油管线被炸，俄罗斯政府继续查处石油巨头尤科斯及其主要股东，俄罗斯石油出口延缓，引发了市场的更大忧虑。所有这些因素导致油价在9月底上冲到一个新的高点——每桶50美元。

在那时，记忆和经验仍然告诉我们，总体来看，继续支撑石油大幅上涨的动力已非常勉强。更重要的是，世间应该存在某种自我调节机制，它几乎是一种自然的力量。罗马俱乐部[①]在20世纪70年代有大量关于自然资源的论述，我开始重温其中巴巴拉·塔奇曼夫人关于那个灰暗年代的诸多论断以及她的自然资源持续短缺理论。她写道：

> 宿命论者们奉行推测，他们往往抓住一种趋势就不断扩展它，全然忘记冥冥之中迟早会产生一种调和机制……人们其实无法推测任何掺杂了人

---

① 罗马俱乐部成立于1968年，是一个由知名科学家、经济学家、社会学家组成的小团体，专门研究因为资源、环境、人口、全球化等产生的所谓“人类困境”问题。巴巴拉·塔奇曼是罗马俱乐部的重要成员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为因素的事件。所谓历史，只是人类的说法，它并不等同于科学的曲线，事实上，人们口中的历史常与科学背道而驰。

虽然得到了些许安慰，我们仍然不得不怀疑：是否所有的烦恼都起自我们的孤注一掷，我们开始思忖是否真正的疯子是我们，而不是那些石油投机客。

我们清楚地意识到了社会心理学中所说的证实性偏执的危险性。**所谓证实性偏执，就是倾向于搜集支持自己判断的信息而忽略那些不支持自己判断的信息。行为学理论告诉我们，最好的治疗证实性偏执的方式是听取反对方的意见，然后客观地分析逻辑中不完善之处。**为努力保持一种开放的心态，我们开始有意识地研读每一个我们可以找到的关于油市看多的报告。此时，石油价格继续异乎寻常地走高（如图 3–2），我们终于买入了一份石油看涨期权来部分对冲我们持有的石油看空合约。

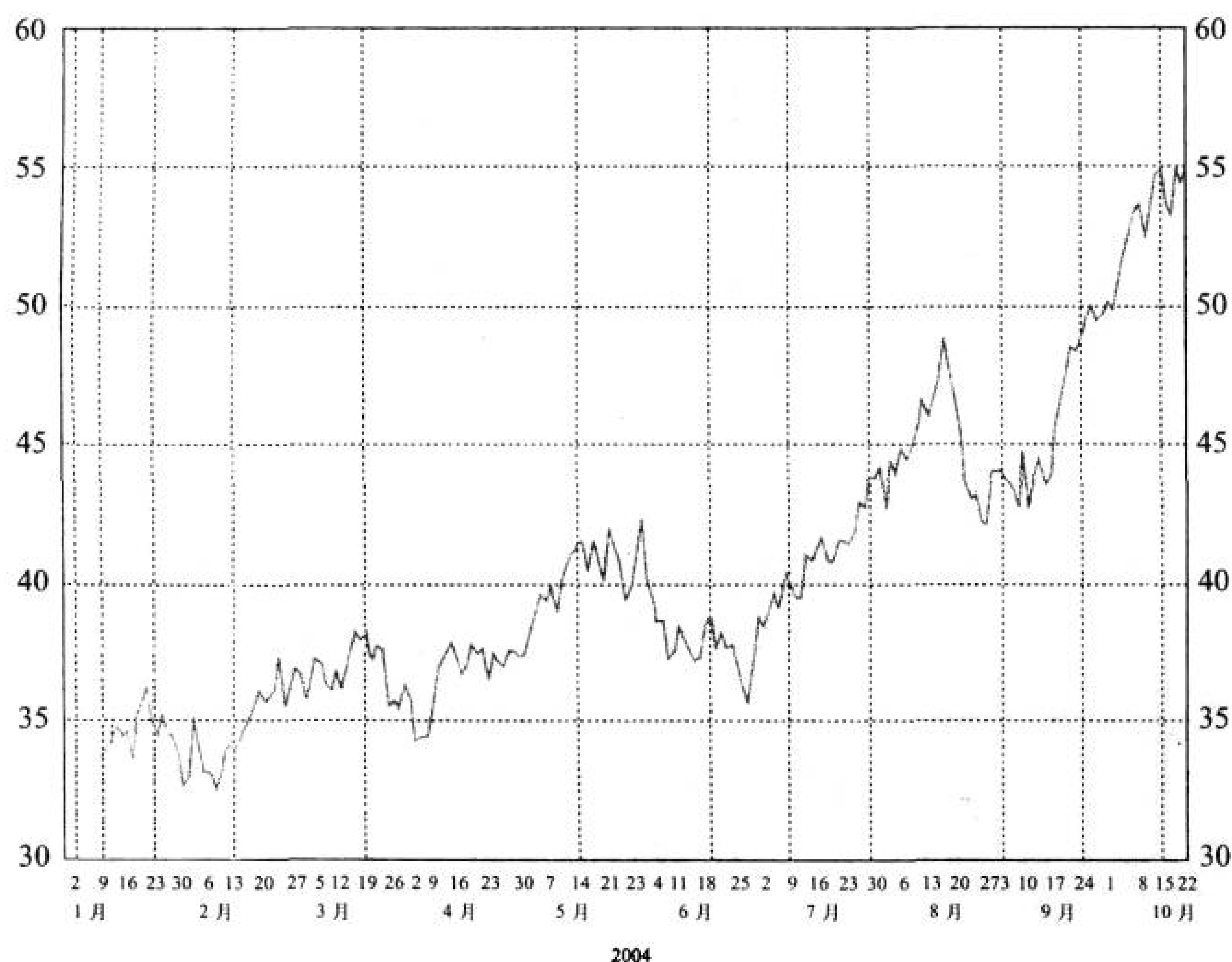


图 3–2 WTI 原油油价 2004.1.1~2004.10.22

资料来源：环球透视机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

研究20世纪初市场之体会：市场并没有改变太多

在我们为石油空头仓位烦恼时，很多人努力从不同的角度帮助和安慰我。我所认识的专业商品期货交易专家们热情地提供建议，其中大部分是关于买强卖弱的，换句话说，他们建议我要顺势而为。他们毫不隐讳地告诉我，他们的做空交易技巧是“不要困守一个策略，如果它没能给你带来赢利，就平掉它”。他们的经验不是很有帮助，因为我们是价值投资者！苦闷中，我又拿出埃德温·勒菲弗的《股票作手回忆录》重读，这本我奉若投资圣经的书出版于1923年，很长时间以来未曾重印，但大家仍可以从网上读到。大家都知道这本书讲述的是传奇人物杰西·利弗莫尔的经历。《投资生存战》（*The Battle for Investment Survival*，将所有的鸡蛋放入一个篮子里，然后看护好篮子）的作者杰拉尔德·洛布曾是利弗莫尔的经纪人，他告诉我利弗莫尔曾雇请勒菲弗作为他回忆录的速记员。不管真实作者是谁，这本书荟萃了身处20世纪前30年那个阴谋、内幕、操盘盛行的市场环境中一个职业炒家的智慧精华和逸闻趣谈。一个世纪以来，市场并没有改变太多。在这本有史以来描写投资交易的最佳书籍中，仍能看到当今市场的大部分特性。

利弗莫尔是个很有魅力的人，他是股票经纪行情记录观察员，按那个时代的模式进行交易，他对市场情绪和价值非常敏感。他强调，对一个投资者而言，理解人类的心理以及贪婪和恐惧之间的相互作用非常重要。在20世纪的最初几年，这个无名小子以芝加哥一家商行为交易对手做成了他出道后的第一笔大交易，这次谷物交易让对手损失惨重。利弗莫尔在1907年的市场波动中安然无恙，并于1908年带着300万美元来到了华尔街，在那个年代这可是个大数字。这个英俊、整洁、敏锐的家伙买了纽约股票交易所的一个席位，开始挑战华尔街的巨头们。J·P·摩根等金融大鳄们大多对股票炒家不以为然，但像利弗莫尔这样的人却能让他们如坐针毡。

利弗莫尔天性钟爱做空，1915年他因做空股票遭受了重大损失。但是他及时地意识到自己的错误，并迅速地空翻多，结果在1916年到1919年的牛市中赚了个盆满钵满。但是，当时这样做的人并不止他一个，利弗莫尔的真正非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

凡之处在于准确预见了“一战”后令很多企业和投机客破产倒闭的经济衰退。1919年，他卖光所有股票，完全做空股市，虽然早了点，但因此在其后的经济衰退中积聚了大量财富。1922年，他又在谷物交易中大赚了一笔。20世纪20年代头几年，他主导了引发市场投机和股票牛市的一次臭名昭著的股票合谋。不过，一方面因为天性中的看空情绪，一方面因为意识到整个市场开始进入贪婪状态，他并没有全部介入20年代后期的市场疯狂中去。洛布曾告诉我，利弗莫尔是《经济学人》杂志第一任编辑沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）的忠实拥戴者，他经常引用白芝浩关于爱德华·吉本[①]的随笔中有关“笨钱”[②]的段落：

> 关于恐惧和狂热的描述已经太多，甚至超过了对任何我们可以想象或接受的知识范畴的描述。但有一点是肯定的，那就是在有些时候傻人是可以赚笨钱的……阴差阳错地，这些财富——我们称之为笨钱——特别庞大和热切，它们若投怀送抱，便有了暴发；它们若碰撞到谁，便有了投机；它们若从身边走开，便有了恐惧。

利弗莫尔期望通过做空来守株待兔，他相信笨钱最终会涌向他。我对他的投资与交易信条很是着迷。在埃德温·勒菲弗笔下，主人公被称为土耳其老人，他恰如巴菲特的精神教父，不停地重申“**如果你真相信你是对的，就捂牢自己的仓位**”，“**不要多想，不要频繁交易，人很难既正确又坚持到底**”。这个土耳其老人说道：“我发现这是最难学的，但一个股票作手只有掌握了这一点之后才能赚大钱。”

土耳其老人与利弗莫尔一样，本质上是一个商品和股票的职业炒家。他和利弗莫尔还有一个共同点，在这一点上他们有别于同时代那些昙花一现的炒家，那就是他们深深地了解，如果不知道内幕消息和底牌，交易在本质上是个零和游戏，但投资却是可能形成双赢的：

---

① 爱德华·吉本（1737~1794），历史学家，著有《罗马帝国衰亡史》。——译者注
② 指盲目投入的资金。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

若是对自己的判断缺乏信心，没有人能在这种游戏中走得太远。研究基本面、选择自己的策略然后坚持它——这就是我所学到的一切。我会无比耐心地等待，可以面对挫折不惊慌，因为我知道挫折只是暂时的。我已经做空大量股票，正经历着大牛市，我知道它以亿万计影响着我的账面财富。但在我的财富可能减半时，我一刻也没想过要平仓转为多头。我知道，如果我这样做了，我就偏离了我的策略，注定惨败。以上道理才是生财之道。

当然，"捂牢"并不是说即使你原先判断所依据的基本面恶化了，你还得坚持原来的策略。正如凯恩斯的名言："如果事实变化了，我的主意也变了。你呢，先生？"

我们的一个投资者当了一辈子商品炒家，我把土耳其老人的话读给他听。"那么，"他问我，"你知道利弗莫尔的最后结局如何？"我说不知道。他告诉我："在20世纪20年代后期几年做空后，到1929年利弗莫尔挺不住了，转为重仓持有多头合约，最后在30年代大危机中彻底破了产。几年后，他自杀在毕尔特摩[1]的一个男厕所里。"我不知道这是真是假。

此时，油价继续在涨。

① 毕尔特摩，美国最大的豪华庄园之一，在北卡罗来纳州。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第四章
卖空，绝非胆小者能玩儿的游戏

当“邪神”真的准备做空时，那可不是浅尝辄止，他简直能赌上身家性命。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2004年10月中旬的一个傍晚，仍处在石油仓位苦恼中的我与几个对冲基金朋友一起吃晚饭，大家谈起怎样做空和其中失败的事例。一个我称之为“老手”的朋友也在座，他讲起了乔克·鲁滨逊的故事。在此之前，我只是听说过这个名字，对其人所知不多。

邪神

20世纪70年代末至80年代初，乔克·鲁滨逊管理着一只非常成功的对冲基金，当时股市在一个宽幅区间内波动，做空操作因此有着良好的发挥空间。不过，与如今不同的是，那时专门进行卖空操作的对冲基金数量很少，做空机制很难真正发挥效用。乔克原本是一个严谨的分析师和优秀的多头投资者，但性格决定命运，他的忧郁气质和挑剔风格使他变成了一个天才的做空者。他热衷于分析财务报表上的每一行数据，研读那些晦涩的报表注释，寻找企业商业计划中的不足。每当他发现企业在玩弄财务技巧或虚夸利润时，他总是愤慨难耐，那副仇恨的表情就好像他从小就曾饱受会计师们的欺凌。

他的特长很快得以发挥，他在那些将商业项目吹嘘得天花乱坠的股票上大量做空，直至骗局最终被揭穿。随着时间的推移，乔克在挖掘做空题材方面有了名气，有人称他为“邪神”，这个绰号渐渐地被叫开了。“老手”说：“当‘邪神’真的准备做空时，那可不是浅尝辄止，他简直能赌上身家性命。”

据“老手”说，乔克曾经在摩根银行担任分析师和组合经理，20世纪70年代末创办了自己的对冲基金。他没找其他的合伙人，只雇了几名年轻精干的分析师充当自己的助手。他们的业绩很好，做多的股票股价上涨，做空的股价下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跌，基金不断增值，按那个年代的财富标准，邪神变成了财神。

加勒比赌场恩怨

在我们的故事中，乔克那时对一家我称之为“赌场胜地”的公司大量做空。这家赌场胜地公司拥有加勒比海地区的好多家破旧酒店，已经连续多年亏损，公司股票在美国股票交易所的价格一直在1.5美元至3.5美元之间徘徊。1980年，一伙迈阿密的房地产商以低廉价格掌控了赌场胜地，他们向自己发行了很多权证，并开始谋划向市场推介他们的股票。

此后不久，他们买下了波多黎各圣胡安市旁的一个名叫蓝岛的荒岛，策划将它建成一个休闲胜地。他们建了一座桥连接小岛与海岸，岛上建起了大酒店，正如他们所勾勒的，圆拱门匠心独运，激发起客人对酒店的巨大期望。酒店入口处，一组喷泉在古典音乐中摇曳。顺着酒店大堂中一只长长的、游着各种珍稀鱼类的弯曲鱼缸，客人们可以轻松自在地进入餐厅和赌场。酒店凡尔赛风格的后花园中有一座12世纪奥古斯丁式回廊，花园里有3个螺旋形的游泳池。酒店旁还建起了两个很棒的高尔夫球场。因为小岛的海岸岩石嶙峋，没有沙滩，酒店想通过这些设施来使游客们忘却烦恼。

当然，蓝岛上最吸引人的还是梦幻赌场，这是加勒比海地区最大也是最豪华的赌场，计划于旅游黄金季节的2月1日开张。赌场本身也极富特色，自然光从圆形穹顶透过，赌客们白天可以享受舒适的午后阳光，夜晚可以仰望星空，这让他们觉得世间一切都有可能。赌场精心设计了芳香通风系统，赌客们在其中将保持一种轻度亢奋的状态。

所有这些投资的资金来源是个谜，圣胡安市有人传言，在银行巨额贷款的背后，其实是贩毒集团在洗钱。由于地点偏僻，游客不愿囿于一岛，这个庞大商业计划的初建成部分（当时赌场没有开业）在开始运营的6个月内亏损严重。但股票推介者们宣称，酒店的入住率和餐厅生意将随着赌场运营而暴增，蓝岛会成为名流富人们理想的去处，其辐射效应还将带动公司旗下的其他酒店生意好转。你别说，股票的走势还真的因此有了一丝启动的迹象！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在赌场胜地计划推介得到一些响应后，公司聘请了一家大型公关公司作为顾问，一名曾经活跃在纽约多年的前政客加入了公司董事会。根据公关公司的建议，公司更名为“财岛置业”。一个令人惊讶的消息开始在坊间流传，有着强大营销队伍但名声不佳的一家华尔街投资银行——强生公司将担任财岛置业新股发行的中介。果然，其后不久，强生公司发布了一份装帧精美的研究报告，预测财岛置业 1982 年每股收益 2 美元，1983 年每股收益 5 美元，整个宏大项目完成后，每股收益将达到 10 美元。

在研究报告散播的同时，强生公司在纽约和波士顿组织了一系列商务餐会，公司管理层出席会议，郑重推介研究报告上提到的项目。在赌场巨大客流、酒店高入住率、公司其他酒店也将开办赌场这些假设下，公司的一切数据是那么荒谬的乐观和令人心动。当然，他们并非不知实情，附设赌场的酒店正试图通过低房价来吸引赌客光临，其他酒店所在地区的法律则禁止开设赌场。但是，股价上涨到了每股 10 美元，趁着热乎劲儿，公司向公众增发新股，圈回 2 亿美元。股价继续上升，16 美元了！似乎没人在意，此时的财岛置业已是一个 4 000 万股股本、6.4 亿美元市值并身背巨额债务的公司。

这样的公司，这样的推介，正是乔克理想的做空对象，对此他曾经屡试不爽。他参加了那些商务餐会，“天真”地问了一些很尖锐的问题，当然，他并没有太尖锐，他不愿意惊醒尚在美梦中的投资者们，更不愿意引起做空同行的注意。乔克派出了他最棒的分析师，一个去波多黎各，一个去其他酒店。正如他所料，其他酒店几乎毫无价值，那些赢利预测荒唐得不着边际。此时的乔克开始深入研究起赌博业来。

那些家伙还在变本加厉地推介，他们先将美国股票交易所的股票简称更名为“财发”，然后聘请了霍华德爵士为董事会主席。50 岁的霍华德爵士身材肥胖，是个失意的投资银行家，曾被一家著名的英国银行劝退，原因没有公开，但据传是因为谎言或好色，更可能是两者兼而有之。这家伙一口贵族腔调，穿得像个花孔雀，装扮得如部队士官，但他一定没真正见过士官，否则不至于如此有碍观瞻。

当然，霍华德爵士可不是个傻瓜，他给自己要了一个包括大笔股票期权在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内的好薪酬，他深谙股票推介与涨跌之间的玄妙。

强生公司在纽约举办了多次投资者午餐会，霍华德主持了这些聚会，乔克在多次聚会上的亮相逐渐引起关注，他的真实身份也为人所知，随着做空仓位的增加，乔克所提的问题也越来越尖锐。有一次，在乔克不卑不亢、不依不饶地追问财发的赢利和项目前景时，霍华德失去了冷静，他打断了乔克："伙计，这是富有远见和想象力的投资者们的选择，不适合那些非挖一磅肉的夏洛克们。我知道你是谁，伙计，你是邪神。你辜负了我们的款待，这儿不是你待的地方！"乔克红着脸离开了，他对霍华德的取笑感到十分恼火，这在某种程度上已经演变成了一种个人恩怨。当乔克的追随者们开始抛售财发股票时，双方之间的对立进一步加剧。

1982 年 12 月中旬，财岛置业的星尘赌场正式开张，名流云集，广告占据了纽约、迈阿密、亚特兰大的各式传媒。欢庆仪式由霍华德主持，他极力显示着身份，一个性感的空中小姐曝着斯托利酒吊在他的胳膊上。周末，大批游客涌向赌场，酒店房间爆满，公司有意无意地透露赌客在这里的赌桌和老虎机上将有更高的赢率，迈阿密、纽约、圣胡安市的报纸纷纷报道那些赢了钱的游客们对星尘赌场的不绝赞誉。当然，这一切均是周密安排的，有时甚至是金钱交易的结果。

受这些消息刺激，财发股价从每股 20 美元攀升至 25 美元。但乔克不为所动，赌场的开业是很成功，但正如乔克指出的，公司发送了大量免费礼品，怎么会不成功呢？他认为，高入住率只是因为开业庆典的缘故。正如他的分析师具体调研所得出的，酒店为那些体育明星、名流、旅行社代理甚至保持活动"色"彩所必需的午夜女郎们提供了很多免费房间。他们的结论是：财发不可能达到它向公众描绘的预期赢利，事实上它应该还在不断亏损。乔克又卖空了 20 万股。

邪神一直是单身，事实上他从来没对异性表现出多大兴趣。可如今，已经 50 出头的他却不可自拔地爱上了一个非常年轻的姑娘，他告诉朋友们他终于觅到了真爱，找到了他的精神伴侣，他计划与姑娘一起去遥远的东方好好地旅游。1983 年的 2 月初，乔克和他的未婚妻一起到了亚洲，这是他们盼望已久的时刻，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他的未婚妻一直认为，他们应该有这样的一个机会来弄清楚，远离纽约那样的商业氛围后他们是否还能甜蜜共处。乔克吩咐他在纽约办公室的下属：除非因为特别要紧的事，否则不要给他打电话。这对恋人旅游的首站是雅加达，在文华酒店，乔克的分析师来电告诉他：星尘赌场开业典礼过去 4 周了，但依旧宾客盈门；另外，纽约和迈阿密的报纸甚至报道星尘赌场的赢率高，老虎机的回报率大，把它说成是赌博圣地；一些持有财发股票的旅行代理们更是一个劲儿地推荐蓝岛旅游；公司则宣称前两个月的赢利高于预期；财发股票已经攀升至每股 28 美元。乔克下令卖空更多的股票。

一时间，去星尘赌场可以赚大钱、去蓝岛可以遇见漂亮女人的传言甚嚣尘上，不少人开始心向往之。蓝岛上的每一间客房都被预订了，餐馆食客满座，游客们滞留在圣胡安市等着去蓝岛观光。公司宣称，尽管他们的赔率比拉斯韦加斯高，但由于客流大和赌资高，赢利依然超过早先的预期。财发股票的交易开始活跃，更多的分析师开始关注它，它变成了美国股票交易所最红火的股票。

此时，正在印尼巴厘岛上的乔克无法联系。此前，他告诉他的交易商，如果股价达到 35 美元就再卖空 20 万股。股价确实达到了，他的指令也被执行了，此时他已经累计卖空了 150 万股财发股票。离开巴厘后，他们飞往新加坡，那是 3 月底，赌场胜地公司宣布他们冬季将在巴哈马拿骚的另一家酒店开一个与星尘规模相似的赌场，1984 年公司的赢利将因此大幅上升。股价继续上升，38 美元！在槟城珍珠海滩酒店，乔克凌晨 3 点被电话吵醒，他恼火地接起电话，被告知除非他另付一笔保证金，否则经纪商不能借给他他已经卖空的那 20 万股股票。多方开始逼仓了，乔克狠狠地挂上了电话。

恐惧的客户和充满敌意的经纪人

乔克他们到了泰国普吉岛，每天半夜都要被纽约的电话多次吵醒，简直无法入睡。随着财发股价走高，他的空头仓位越来越重，原先的经纪商需要他缴纳更高的保证金。更不利的是，他的空头仓位几乎尽人皆知，蓝岛的后台老板们放风要逼他爆仓。乔克的好朋友、很受人尊敬的艾伦 · 埃布尔森，此时会见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了霍华德，见面时，霍华德把乔克称做“眼大无光的蠢人”，并放话“股价将涨到 100 美元”。

一件意想不到的事情此时发生。美国证券交易委员会公布的上市公司内部人员交易月报显示，财发的高管层包括霍华德本人正在大量抛售财发股票。艾伦·埃布尔森因此在著名的财经杂志《巴伦周刊》上写了一篇辛辣的文章，质疑公司的财务状况和所谓项目，股价应声从每股 38 美元掉到 30 美元，乔克轻松了好多。后来，公司解释说部分高管之所以套现股票只是为了偿还当初开办公司时的银行借款。不管如何解释，股价没有再涨，乔克感觉到，肥皂泡被戳破的时候就快要到了！

3 月底，乔克到达香港，在豪华的半岛酒店开了一个套房。突然，财发股票又启动了！《纽约时报》旅游版刊登了一篇长文介绍蓝岛的魅力、幸运和价值，文章作者和他的女友以及女友的父母受公司之邀，在蓝岛上度过了一个长周末，当他最后离开酒店准备付款时，酒店只收了他电话费。受此文章影响，赌徒们现在相信，星尘赌场是个金矿。整个事件开始呈现出了 19 世纪淘金潮的某些特征。

那是一种什么样的风景呀！女士们争抢着占用老虎机，嘴里骂骂咧咧的；为了保持在赌桌上的一席之地，男人们尽力地张开自己的身体，有些人为了不用上厕所而随身带着“容器”，没有如此准备的人则干脆尿在裤子或附近的痰盂里。虽然这样的场景有些“动人”，但不利于“气氛”，赌场管理人员不得不有所干预，保安们将那些实在不像话的家伙架出场外。在股票市场上，经纪们总是谈论每股赢利 7 美元的财发，虽然是个荒唐的数字，但股价真的拔地而起，在 4 月中旬达到了每股 60 美元。

乔克陷入了担忧和恐惧之中，后一种情绪是他后来承认的。他开始感到不安，除了他个人感情幸福外，巨大的财富损失给他带来了沉重的精神压力。那些当初出借股票的人要他归还股票，而他无法归还，因为敌意的经纪人要求他从市场上买回股票，那只会将股价推得越来越高。5 月 15 日，财发股价冲至每股 80 美元，按这个价格计算，乔克的损失已经过亿。他的对冲基金一直表现良好，但这是 20 世纪 80 年代初，对冲基金规模还很小，乔克管理的基金规模也就 4 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元多点，因为做空了财发，基金资产在 1983 年的前 4 个月内缩水了 22%。

吓破了胆的客户们开始纷纷来电，要求赎回基金。要想满足赎回要求，乔克要么买入财发股票去平掉部分空头合约，要么就得允许财发空仓在它的基金资产中占据更高的比例。勇敢的乔克开始有些动摇了，他嗅到了死亡的气息，经纪商开始传言他的基金面临挤提和必须清盘。如果真的如此，他们推测，乔克必须买回所有他卖空了的股票，这将把股价推得更高。乔克的主要经纪人不断要求他追加保证金，他只好卖掉基金组合中的其他股票。这样一来，在他剩余的基金资产中，财发空头合约的比例占了近四成。空头乔克处于绝境的消息四处传播，有人开始买入财发股票，意图吸尽乔克的骨髓。股价到了 90 美元，乔克陷入终结者游戏的恶性循环中。

遗憾的是，这个故事没能以一个奇迹般的幸福结局收场。5 月 18 日，已经承受了太多太多的乔克通知他的交易员，买入财发股票平掉空头仓位。尽管交易员很职业也很小心地执行他的指令，但不可避免地，乔克在平仓的消息还是传播开来。股票又上涨了 10%。5 月 25 日，乔克没有飞往他向往已久的京都，而是半道回了纽约。到 5 月 30 日，乔克平掉了所有的财发空头仓位，损失惨重。6 月 1 日，他给所有投资者发信，告诉他们这次的损失和他已经平掉了空头合约，投资者们可在 7 月 1 日赎回基金。

消息传出后，财发股价开始掉头，6 月中旬跌破 60 美元，到 7 月 1 日，尽管还有分析师在进行新一轮的业绩鼓吹，股价仍然跌到了 45 美元。但这对乔克来说太晚了。他的基金只剩下 8 000 万美元，其中还有 2 000 万是他自己的，他只留下了一个分析师，实际上是没生意可做了。在后来的年月里，乔克替自己和很少几个铁杆投资者管理着资金。他做得很好，老手告诉我，现在乔克的身家又超过了 1 亿美元。但他不再做对冲基金了，因为他永远无法忘记他在财发股票上的爆仓。

真正令人心酸的是，最终的结局表明，乔克在财发公司赢利能力和股价上的判断完全正确。经历了最初的红火后，星尘赌场调低了赔率，其后几年的运营很不景气。虽然又新开了一个赌场，但在对手的竞争压力下一直生意惨淡。因为公司股本太大，每股赢利从来就没有达到过 2 美元。至于股票，价格持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

走低，到1985年的时候，股价为十几美元；到1990年的时候，股价在5~10美元间。但是，恶人在金钱上没有恶报，霍华德和他的同伴们在股价为50多美元时执行了他们的期权，狠赚了一笔。

痛苦不断延续

这样的故事让我感觉很不自在。乔克所经历的许多境地我也曾身处其中。10月还没有过去，油价继续走高，突破了每桶48美元的历史高位后在每桶50美元上方震荡。其间，也有间或两三天的下挫让我们愉快地以为是回落的信号，但油价却总是反弹回去。10月21日，我们执行了持有的部分看涨期权，获得了不菲收益，但这同时也让我们的空头敞口暴露得更大。两天后，油价创下每桶55美元多的收盘新高。尽管在公众面前表现得镇定自若，但私下里我们已有些乱了阵脚。格林尼治的一个餐会上，在和投资者解释我们的空方立场时，我发现自己已有些力不从心。

这一年10月27日，因周三公布数据显示石油库存量高于人们预期，油价开始下跌。这本不是一个多大的意外，在数据公布后油价还涨了几分钟，然后开始回落，一度跌了6%。几天后，中国出人意料地宣布加息，油价继续下行。我们的办公室里传出了欢呼声，但我还是忍不住在想：这是否只是油价的一个短暂喘息而已——正如20多年前的那个春天，乔克在美国证券交易委员会公布数据后曾经碰到的一样?!

11月的前两个星期，油价继续走低。在此后两个星期的油价波动中，我们每天凌晨都反复思索着一个问题：我们是勇敢果断的价值投资者还是顽固不化的狂人？与客户的交流让我们明白：如果油价继续走高，我们一定会被当做顽固的疯子，滚进垃圾堆，从对冲基金经理的队伍中永远消失。

12月1日，油价终于顶不住了。周三上午10点30分例行公布的数据显示，石油库存增加了800万桶，比市场预计的350万桶高出了一大截，此前一周的库存数据同样超过了市场预计。我们将这看做是油价将要下行的重要指标，不过有一些失望，消息公布后油价每桶只微跌了0.75美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，当交易商们充分明白了上述数据的意义后，油价开始走低。整个下午呈单边下行走势，2 点 30 分报收于每桶 45.50 美元的当天低点，全天每桶共下跌了 3.64 美元。我们兴高采烈，但旋即犹豫是否需要在当时至少平掉部分空头仓位。第二天上午，油价继续下行，午间收盘时已跌去了 5%。

那天下午，一个传闻引发了震动。索罗斯发起了反对布什连任的运动，并为之投入了数目不详但肯定巨大无比的金钱。与石油相关的一个关键问题是，索罗斯投资了 50 亿美元的石油期货，期货结算日是总统选举的前一个月，他此举的目的是打压股票市场，扰动经济，影响选民们的投票意向。你可知道，为显示他的能量，索罗斯从来不吝惜他的财富，因此如果索罗斯也认为油价将走高，那他一定拥有巨量仓位。不过，市场也传说，随着此次下跌，索罗斯被要求追加保证金，他正逐步平仓。

我不相信这样的传言。索罗斯是个绝顶聪明和超然的人，不会将政治和商业混为一谈。意识到做一个高仓位的投资者需要足够的勇气，在经历了这些波折之后，我们决定先平掉 1/3 的空头仓位。我们在每桶 42 美元多的价格买入石油，虽然交易没有成功，但至少有了补救的手段，我如释重负。

很多天后，发生了另外一件事，不过这是真的。注册在新加坡的中国航油股份有限公司宣布，因在石油衍生品交易中亏损 5.5 亿美元而濒于破产。索罗斯的传闻和中国航油股份有限公司的折戟提醒我，当一种全球性的主要商品价格剧烈波动时，传闻和冰山终将浮出水面。

10 月 8 日公布的数据再次显示，石油库存高于预期。但是其后的几天，石油输出国组织的石油部长们发布公告，声称将通过限产来防止石油价格进一步下跌。12 月 10 日，石油输出国组织宣布把每天的石油产出降低 100 万桶。因为卖空仓位依然很高，我们又局促起来。不过，油价在短暂上冲后就继续走低，收盘于新低每桶 40.71 美元，当天跌幅达到 4%。我们在每桶 41 美元位置又平了 1/3 仓。

如图 4–1 所示，12 月中旬油价有过一次反弹，其中原因众多，例如冬季的来临、库存的下降、沙特的麻烦、本 · 拉登的新录音带等等。但在连续两周的库存剧增和市场内在力量的影响下，油价继续回落，2004 年的最后一天再次下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

探至每桶42美元。12月30日、31日，我们平了所有的空头仓位。我们算了个总账，包括石油做空和中间看多期权在内，我们总计损失了2%多一点，但是真正的损失不在于此，我们经受了巨大的精神折磨，与许多客户之间的融洽关系也不复存在。

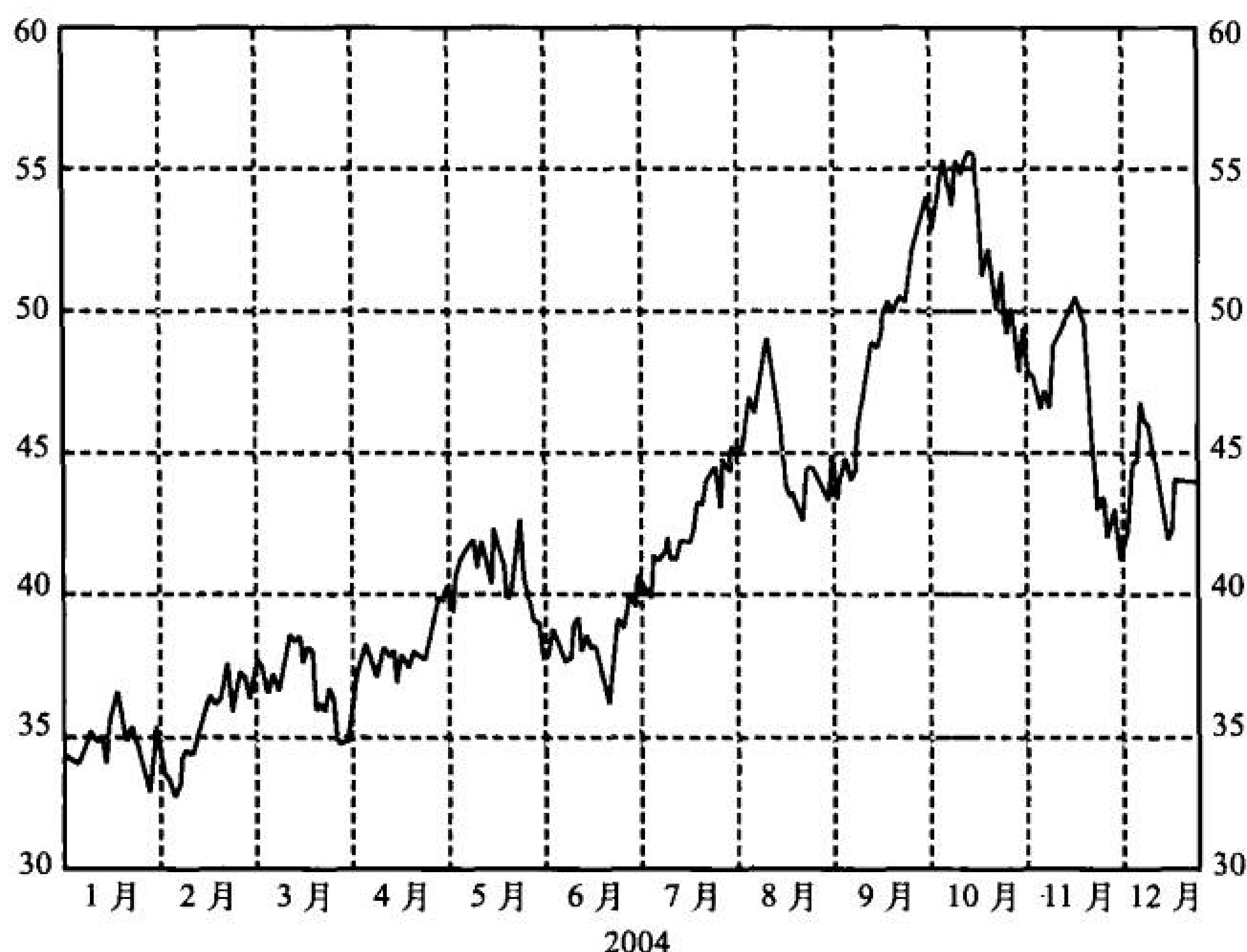


图 4–1 WTI 原油价格 2004.1.1~2004.12.31

资料来源：环球透视机构

2005年1月3日，我们投资生涯中的第一个休息日，石油低开4.5%。尽管我们不知道，但从一开始，命运就在捉弄人。卖空，真的不是胆小者能玩儿的游戏！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第五章
对冲基金创办历程：铤而走险的疯狂之旅

发起对冲基金是一次铤而走险的疯狂之旅。我们这些发起人天天挂着职业的微笑，内心却在忍受煎熬。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经过深思熟虑和反复讨论之后，2002年年底，马德哈夫·达尔、西里尔·穆勒-贝多和我决定发起一只对冲基金，取名“Traxis”（这是我们自己创造出来的词，没什么特别的含义）。我们3人是在摩根士丹利资产管理公司共事多年的好友，摩根士丹利在后台负责基金的运营和销售，给予了我们很多慷慨帮助。

就这样，我们踏上了攀登对冲基金之峰的漫长征程。一开始，虽然我对于基金成功募集抱着极大的希望，但也隐隐担忧，觉得缺乏绝对把握，我想到过我们可能需要承担许多压力、紧张、焦虑，但也可能会有惊喜。这样筋疲力尽的挑战我这辈子经历一次也就够了，我决定记录下这段历程。回头看来，这真是一段布满愁云惨雾的日子。

发起对冲基金是一次铤而走险的疯狂之旅。我们这些发起人天天挂着职业的微笑，内心却在忍受煎熬，我们得自己掏钱租用办公场所、建立交易核算系统以及其他的一些必要设施，得在监管要求下精心准备招募文件，还得招聘分析师、交易员和行政人员。当然，最重要的任务是会见各色投资者以募集资金。基金预定在2003年6月1日开始运营，我们从2月份开始销售，其间虽然有一些投资者表示愿意投资，但到3月初，真正的资金募集战才算紧锣密鼓地启动。以下是我对这段经历的记载。

在布雷克斯募集资金的重要时刻

2003年3月2日，募集资金的历险开始。带着满心憧憬，我和搭档马德哈夫一起飞往棕榈滩，参加摩根士丹利在布雷克斯酒店举办的对冲基金大会。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

次会议吸引了世界上最大、最有钱的对冲基金买家，被普遍认为是资金募集者最重要的社交活动。以前我从未参加过这类会议，那真是一场了不起的聚会，至少500人应邀出席，海边酒店的豪华会议厅里和草坪上人头攒动。

会议以豪华晚宴开始，几个投资团队和不同风格的对冲基金经理首先发表演讲。看得出来，各个投资团队全都绞尽脑汁，努力通过演讲来展现他们的智慧。此后的两天内，主办方安排了不间断的分组介绍和一对一接触，所以人们都直奔主题，直到最后的精美闭幕晚宴前，整个活动一直保持着令人难以置信的高强度和快节奏。这次会议是由摩根士丹利机构经纪业务部出面组织的，主要意图是替潜在的对冲基金投资者和各种基金牵线搭桥，这些基金是通过摩根士丹利进行结算或准备通过它进行结算的（比如我们）。摩根士丹利机构经纪业务部的朋友很是帮忙，他们把我分在一个投资小组里，给我们安排了一个很好的演讲时段。

在机构经纪这项利润丰厚的业务中，摩根士丹利一直独占鳌头，它的机构经纪业务运营得棒极了，如同一座巨大的金矿为公司带来滚滚财源。这是如何做到的呢？原因并不复杂，这直接得益于对冲基金这支当今资产管理行业中最活跃军团的发展壮大。1990年，对冲基金管理的资金总额只有360亿美元，而到2004年年底，数字已经超过了1万亿美元。迄今为止，还没有其他哪项投资银行业务能有类似的增长率和收益。但是，大量的新机构试图进入这个行业，分流了现有客户，一些大的对冲基金将经纪业务利益分散，使用的主要经纪不止一家，害得这朵盛开的鲜花开始凋谢。

主要经纪都做些什么呢？它们提供做空融券、保证金贷款，还提供交易清算、资产托管、研究支持、资产管理报告等服务，并协助企业进行融资。基金的一家主要经纪一般完成其25%至30%的交易，提供每日资产净值和基础风险管理方面的服务。主要经纪需要租赁办公场所，雇用行政人员、交易员，提供基础的财务系统支持。它们又靠什么赚钱呢？首先，它们获得佣金和指令费，目前经纪商1/3的交易量来自对冲基金。其次，也是最重要的一点，无论是融券业务，还是保证金贷款业务，主要经纪都可以从对冲基金那里获得不菲的价差。在业界，摩根士丹利拥有最大的主要经纪业务，其规模和利润每年保持20%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增长，目前该公司此类业务收入超过10亿美元，是其最主要、最宝贵的利润来源。

主要经纪之间争夺客户的竞争体现在服务和后台支持上，也体现在所谓的“资金介绍”上。从法律上讲，主要经纪仅限于将对冲基金介绍给潜在客户，不能进行实质性的销售或者诱导——这些事只有对冲基金自己能做。对我们而言，摩根士丹利已经在如何作演讲、如何建立办公框架方面提供了诸多建议。作为主要经纪，在随后的日子里，它将组织餐会，安排我们和来自美国、伦敦、日内瓦和中国香港等地的潜在投资者见面，给我们一个向潜在投资者讲故事的机会。接着，它所能做的是打电话给那些潜在投资者，询问他们是否愿意进一步与我们交流。摩根士丹利等主要经纪每年为新基金在美国、欧洲和亚洲举行各类会议，而在布雷克斯的会议是其中最盛大的。

这次会议让我战战兢兢。在摩根士丹利工作的时候，我当然曾有过面对无动于衷或半信半疑的听众卖弄自己理论的经历，但这种经历养成了我的自负。在棕榈滩，我对与一帮庸人一起争取资金感到窘迫，我妒忌那些对冲基金界的明星人物，他们有用不完的资金，没必要来参加这种会议，只有像我们这种需要钱的，才会来这里乞求施舍。明星们有自己的市场经理，他们代为安排与投资者之间的年会，代为准备详尽的演讲材料。在朱利安·罗伯逊的老虎基金辉煌的那些日子，他让这种聚会的档次上升到新的高度，在每年的商业会议之后，通常会有时髦的晚宴和舞会，会议总是被精心安排在纽约大都会博物馆丹铎神庙、伦敦的惠灵顿公爵宅邸、巴黎郊外的法式城堡一类地点。当然，投资者不是傻瓜，宴会取代不了基金的业绩。老虎基金的投资者喜欢宴会，但他们更欣赏朱利安的业绩。

分组安排下的重复演讲让人备受折磨！每45分钟是一个时段，中间休息15分钟，人们在不同的房间进进出出，听取不同小组的演讲。面对10到30人的小组，马德哈夫和我一遍又一遍地作着基本相同的阐述，而那些家伙用怀疑的目光盯着你。这样的演讲重复了四五次后，我们想在演讲内容的顺序上作些变换，好让自己不至于闷得发疯，可是到了这个时候，我们已经无法记清哪些话说过、哪些话没说过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在布雷克斯的第二个晚上，主办方举办了一个露天鸡尾酒会。夜色清澈，星月明朗，佛罗里达州却已显得寒冷。冰冷苍白的月色下，美酒飘香，穿着优雅的人们觥筹交错，议论着基金的涨跌和基金经理的更替，各式口音交汇其中。此情此景下，如果你是瑞士口音，人们将会把你的智商高估 50 分；如果是牛津剑桥口音，可被高看 25 分；而可怜的老美，在这里是入不了品的。

要是啰唆起来话就多了。对冲基金及其经理人的职业生涯恰如摇滚明星般昙花一现，就管理资产的业绩表现而言，一只排名前 20%的基金能连续 3 年站稳前 20%的概率不到 50%，基金的平均寿命就如美国橄榄球联赛的球队，只有短短的 4 年。由于业绩平庸赚不到大钱或者不为挑剔的投资者所接受，每年有大约 1 000 只对冲基金被迫关闭。实际上在 2004 年，新成立的对冲基金有 1 000 只，悄然关闭的对冲基金也有 1 000 只。

参加会议的人来自不同的群体。首先是来自组合基金（FOF）、基金会、捐赠基金和养老基金的专业人士。他们的眼神显得无聊而又玩世不恭，鼓掌也软弱无力。会议对他们来说是纯粹的商务活动，他们是来相“马”的。他们中的美国男人通常穿着西服，衬衫腋下早已汗透；美国女人则又高又瘦，衣着简单。而从伦敦来的贵族和绅士们与他们不同，常穿着蓝条衬衫，佩戴白色领结，他们的名字冗长难读，身材肥胖。瑞士人则是深蓝色西服打扮，相互之间用法语和瑞士德语闲谈，显得既冷淡又漫不经心。这些人怀揣大笔资金，挑剔地寻觅着投资对象。他们可以一下子给你 2 500 万甚至 5 000 万美元，但也可能一有风吹草动就迅速撤资，这让他们名声不佳。在设定的合伙协议中，我们禁止投资者第一年内赎回基金，其后年份中投资人可以按季赎回，对于紧急情况下的基金赎回我们制定了相关条款，然而，瑞士人对我们第一年禁止撤资的条款不肯让步接受。

参加会议的其他人就是“业余选手”了，他们大多自己有钱或是来自成长期中的小型组合基金。从家族企业来的德国人挺着欧式啤酒肚，手像蛇皮一样湿冷，他们总跟穿着白衬衫浅色外套的阿拉伯人混在一起；前投资银行家们总是自视清高，学着外交辞令，相互交换着传闻；落魄的得克萨斯人脸上饱含沧桑，穿着夏威夷衬衣，呼吸中带着酸臭味，跟梳着油光水滑大背头的迈阿密私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人银行顾问喋喋不休；那些退休的、富得流油的投资家，备有私人飞机，在各地买下住宅以享受不同气候，皮肤靠注射肉毒素来延缓衰老，他们谈论着高尔夫比赛，他们无聊的太太或衣着暴露的年轻女友则聚在一起胡吹花花公子农场一类的话题；有钱的寡妇和单身贵妇们，不再年轻的眼睛里闪着矫情的光，粉砌的脸拉得长长的，扭着屁股，晃着腹部赘肉，穿梭于人群中。她们到底是来找基金还是找男人？她们的笑容让你感觉面对的是一盘盘冰冷的剩菜。不过，这些行外人一旦选择了对冲基金就不会轻易撤出，因此很值得关注。如果你打动了他们，他们有可能随随便便扔给你一大笔钱，而要从大的组合基金争取到这样的额度难于上青天。

对这种环境我感到陌生而迷茫。尽管是晚上，我却在流汗。在摩根士丹利的那段弥足珍贵的日子里，我可以参加世界上几乎所有地方的投资晚宴，接触并认识各类投资界专家，然而这里的人群完全不同。除了一些做对冲基金的、正忙着推销而没空搭话的家伙，我谁都不认识。剩下的人如蜂鸟般瞄着人群，我喝着夏敦埃酒，跟他们有一腔没一调地搭话。我性格内向又没人认识，不愿意挤向人群，而热情奔放的马德哈夫早就兴奋起来，消失在人堆里。

“扳机”吉姆：干了再说

鸡尾酒会上，突然闪出一个我熟悉的面孔——吉姆，我原来就认识他，那时他和我一样是投资经理。作为一个资产组合经理，他对消息的反应太迅速了，所以圈子里的人都叫他“扳机”，意思是说他“一触即发”，总是先投资出去，再问问题，这个绰号不完全是恭维。“扳机”的做事方式是：“预备！开火！瞄准！”在牛市里，这套做法效果不错，但在现在不景气的市场中，就没那么有效了。

“扳机”是个加州帅哥，健壮而且棱角分明。合身的衬衣上面三粒纽扣都敞开着，运动夹克搭在肩上。我们的视线相遇了，吉姆显得有些激动，不过，在布雷克斯这样美妙的夜晚，有美酒和财富像音符一样流动着，谁会不激动呢？

“扳机”的职业生涯经历过一些波折。他总是在热点上跳来跳去，可惜有时候没踩在点子上。“扳机”一直是趋势投资者，换个说法就是炒家，他的长处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（也是弱点）就是好了伤疤忘了疼。对于追逐热钱，他有无穷的动力，敢于将庞大的资金系于一个正火热的市场，总在公认的悬崖边缘游动。我喜欢这个家伙，他是真的相信自己对于每个市场热点的判断，他也从不否认自己是股票炒家。

刚认识吉姆是在20世纪80年代初，那时他的激进成长型股票基金里面都是一些题材股，比如小型石油开发公司和钻井公司，像什么“三兄弟公司”、“钻塔公司”。在1979年和1980年他的基金分别涨了45%和65%，大笔的钱哗哗流了进来。但在1981年，石油一夜间从“黑色黄金”沦为一般的商品，他的基金跌了55%，他差点因此丢掉工作，但到了1982年和1983年，他又凭着一些小型科技股和处于成长初期的、他称为“黑马”的股票东山再起。那时的他总是去参加小公司的推介会，跟那些嘴上没毛的鼓吹者见面、听他们的推销，然后出来就说：“这孩子天生是匹黑马，注定成功。”接着，连一个数据都不看，就买上几十万股。

到了20世纪80年代中期，他的“黑马”们死于非命，“扳机”真的被解雇了。但是他对投资有很好的理解，从不认输。当市场上价值概念取代成长概念变得更吃香时，吉姆意识到必须作一些改变以跟上新的热点，他开始投资“三低”类——低估的、低持有的、低关注的公司，他将这看成是一种风险套利。然而，价值概念对他的胃口来说太慢了，“扳机”的生活中不能没有激情和动力，仅仅因为便宜就爱上一只难看的工业股，对他而言实在是太难了。

记得那时，他对我说：“本·格雷厄姆和他的价值投资理论太失败了。根据账面价值分析来买便宜的股票，这是没见识的会计才做的事儿。我很想念那些追涨杀跌的日子，多有激情啊。”对价值投资者而言，本·格雷厄姆是他们的上帝，《证券分析》就是投资圣经，“扳机”这样的话简直就是大不敬。“扳机”抛弃了“三低”策略，去小的新兴市场淘金，有一段时间他在中国香港和欧洲以外的地方工作生活。慢慢地，泰铢和俄罗斯债券垮了，新兴市场成了半新兴市场。

好像是命中注定的，20世纪90年代后期他又回到科技股上。玩儿科技股对“扳机”来说可谓如鱼得水。上次我见到“扳机”还是在1999年，他在丹佛的一家大型进攻型共同基金公司管理一只科技概念的基金。那时市场流行新概念，“扳机”总是在全美各处作一些诱惑人的演说，什么高科技啦、网络生产力啦、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新世纪啦。投资者们把大把的钱放在他的基金里，"扳机"的日子过得很是滋润。我见到他那次，他挽着一个年轻漂亮的女友参加午宴，姑娘喝着斯托利酒，不时向"扳机"投去懒散但暧昧的目光，但显然对谈论股票不感兴趣，我很奇怪"扳机"为什么带她。

丹佛的那家共同基金公司有许多年轻的小伙子和姑娘，他们聪明、敏捷、说话快，很有冲劲，好像得到什么信息都在我之前。记得那时我去拜访过一次，跟六七个孩子似的组合经理一起坐在会议室开会。看着那些年轻、单纯而又缺乏经验的面孔，让你怀疑这群孩子是不是牙箍还没摘掉，真不知说些什么才能和他们谈到一块儿。他们则把我看做无用的老古董，结果到了那天下午，我自己也有了同感。他们毫不关心市盈率、基本价值面和宏观经济面的变化，他们关心的是故事、行动和题材。随着会议的进行，我意识到他们一点也不单纯。他们是一群长着娃娃脸的职业杀手，单纯的恰恰是我。"扳机"的基金组合中全是新概念股票，那一年他们基金的净值上涨了 85%。

但接着泡沫就破灭了，几乎在一瞬间，丹佛共同基金公司的资产几乎损失了一半。"扳机"的基金在 18 个月里跌了 75%，还惹了一场官司。原来，"扳机"那时在推销科技股时的许多宣传都经过了粉饰，至少是过分乐观的预测，基金里的大部分钱都是靠这样的宣传圈进来的。共同基金的投资总监被辞退，证券交易委员会对公司进行了突击审计，致力于成为"西部斯皮策"①的科罗拉多州首席检察官也介入了案件调查。这一年没有奖金了。"扳机"告诉我，当他被降薪的时候，他就知道麻烦来了，随后新的投资总监让他离职休假。我想，更有可能的是，他被解雇了。

"科技股没意思了。"他对我说，"现在，靠快速反应来操作完全不灵，那些玩儿科技股的小屁孩儿们动作都很快，从管理层搞内幕的做法不奏效了。像我这样搞技术分析的人太多，我们相互斗来斗去，看空操作也好不到哪里去。一切都打了折扣，赚不到钱了。"他感叹着说："3 年前我可以影响整个世界，而现在，我好像已经走投无路。"

---

① 斯皮策，美国纽约州总检察官，在美国享有盛誉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我疑惑他来布雷克斯的会议干什么。“我打算做对冲基金的生意，”他变得愉快了，“1.5%的管理费外加10%的利润，多好的生意！现在我得去推广业务了。”他对着一位有些年纪的蓝头发女人做了个手势，那女人被一个年轻些的男人搀着胳膊。“她是只狡猾的狐狸，”他接着说，“虽然老点，但绝对是只狐狸。从她那儿，我已经得到10个大客户了。今晚我们打算手挽着手去吃点好的。”

我喜欢“扳机”，因为他是一个直率的、真正开拓梦想的家伙，从不装假。“我总是对狂热的东西很敏感，”他说，“现在这东西就在眼前。”但是当“扳机”以确信的语气介绍一只股票并说“机不可失”时，一个微弱但坚定的铃声在我脑子里响起，就像无人应答的电话。我知道，他也很危险。

组合基金是最强硬的客户

会议本身是折磨人的，更没有时间打高尔夫或网球。我退出了一些投资者见面会，因为马德哈夫在推销Traxis和他自己时比我强多了。来自组合基金的代表是最严格的“考官”，现在可能有1 000家组合基金吧，他们是对冲基金最大也是最无情的买家。如果你的表现不尽如人意，他们会猛烈地质问你，有的人可能还给你点机会，有的人则二话不说把你抛弃。我以前说过，这样的欧洲人是最坏的，而在商言商，想想他们付的费用，这样做又有什么不对呢？

组合基金通常遴选出多个对冲基金来构建一个组合，再把这样的组合出售给没有选择能力的个人和机构。对冲基金的运行情况由组合基金来监控，他们采用各种技巧对每只对冲基金进行分析，对整体资产的风险和暴露情况进行控制。几年前，由于一系列小概率事件的同时发生，一帮顶尖的诺贝尔经济学家运作的大型对冲基金——长期资本管理基金倒闭了。媒体就喜欢这种事情，他们披露了投资其中的个人和机构的名册，这些充满智慧的“老江湖”现在同样遭受了损失，感到很尴尬。自那之后，这些大型机构更加重视风险分析，成天把组合压力测试、风险价值（VAR）、夏普值[①]（Sharpe ratios）等等挂在嘴边。

① 直接衡量回报跟风险的比例。夏普值越高，表明某一投资组合在给定风险下取得的回报越高。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

组合基金通过复杂的量化分析，在不同的对冲基金间进行战略配置以增加价值。对冲基金的投资方式通常可以分为 7 种：事件驱动型、固定收益套利型、全球可转债套利型、市场中性型、多/空持股型、全球宏观型、商品（期货）交易型。某一年，基金可能会重点投资全球宏观型和多/空持股型，而剔除或者少量持有市场中性型和全球可转债套利型。到了第二年，资产配置情况可能完全不同。如果组合配置得当，那么组合基金完全可以在业绩上与单独的对冲基金拉开差距。

组合基金宣称，他们开发了某些程序，可以根据社会和统计数据提供早期预警信号，以便及时切换基金品种。毫无疑问，对冲基金经理不可能一直保持冲劲儿，表现最好的时候他们最受追捧，但严寒并不遥远，这种变化实在很难把握。一位颇有经验的组合基金经理曾对我说："实际上，那些数量分析的东西都是装装样子的。我们做的工作好比管理一支棒球队，窍门就是要有一种直觉，让你的投手在被碰撞前，而不是受伤后下场。"

大部分组合基金关注的不仅仅是粗略的业绩数据，还包括一些社会因素。他们观察所投资基金的经理们，看他们在发财之后是否变得懒惰和自满。他们也关心经理们的婚姻、房产和健康情况。基金经理拥有飞机共享权是可以的，但如果自己买下一架飞机就过分了。经理们过于热衷慈善事业同样会让他们不满，一个来自组合基金的家伙听说马德哈夫的老婆怀上了三胞胎，竟然厚颜无耻地在 20 个人面前说这将在很大程度上分散马德哈夫的注意力。我知道，马德哈夫对这种指责会有巧妙的回答，他没有说"听天由命"之类的话，而是直瞪着对方的眼睛，告诉他额外的经济负担恰好是一种绝妙的动力。

组合基金收取的费用在 100 到 150 个基点之间，大部分还抽取 5%~10% 的利润分成。这对投资者而言是沉重的负担，投资者可以算算到底自己的收益是多少。举个最极端的例子（当然，在许多时候，组合基金的费率小于我举的例子），假设基金组合中的一只对冲基金经历了一个丰年，毛收益率达到 20%；对冲基金标准费率包括利润的 20% 和资产额的 1.5%，扣除这些后，对冲基金投资者的实际收益率降到了 14.5%。接着是组合基金按资产的 1.5% 和利润的 10% 提取额外的费用，结果，最终投资者能拿到的回报从 20% 滑到刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过 11.7%。尽管如此，我认为，除了对少数经验丰富、拥有自有资源的大型投资者，支付给组合基金的双重服务费是物有所值的，对业余投资者来说尤其如此。

数据显示，组合基金中虽然也有表现不尽如人意者，但总体来说确实干得不错，例如，在截至 2003 年 3 月的 5 年中，对冲基金的平均业绩是每年增长 7.8%，收益率的中间数是 6.3%，而同期标准普尔 500 指数平均每年的跌幅为 3.8%。假设你投资对冲基金，获得的是表现最好的 75%对冲基金的平均收益，那你一年能赚 12.7%，而表现最好的 75%的组合基金的平均收益率只有 9.2%；但同时，排名最后的 25%的对冲基金的平均业绩只有 3.2%，而排名最后的组合基金的平均业绩可以达到 3.9%，因此，组合基金的分散投资策略是有效的。遴选对冲基金是一项十分具有挑战性的工作，既需要运气，也需要知识。对大型机构而言，基金扮演了重要的尽责中介作用。

为使自己付出的费用物有所值，组合基金让对冲基金的日子过得并不轻松。从这个意义上讲，组合基金扮演了那些将机构资金交给他们管理的投资人的角色。《机构投资者》杂志 2004 年 6 月刊登过一篇文章，题目有些过火——《组合基金让对冲基金难受》，文章指出，未来属于组合基金，“随着组合基金的成长，其对对冲基金业的影响力更大，基金，特别是新基金的业绩披露和业绩比较将更加频繁和集中。这对投资者而言是好消息，但对对冲基金经理而言，好日子就难找了”。

专业的投资者追求业绩，正如职业运动员追求胜利。不论对投资者还是基金管理者来说，如果只着眼于业绩的短期表现，那绝对不是好事。投资游戏中有运气的成分，再好的投资专家也有失手的时候。实际上，只要没有本质的改变，投资一只基金最好的时候是在它刚经历一次谷底时。我有个叫诺斯的朋友，他运作一个大型对冲基金多年，成绩非凡。在 2000 年的春天，尽管意识到科技股价格已经高得离谱，但考虑到还有油水可赚，他没有及时卖掉股票，结果等到夏天科技股崩盘的时候被迫斩仓，大客户们纷纷撤回资金，他闲荡了半年。我知道他一定对自己很生气，并且会尽力恢复自己的声誉，所以当他在 2001 年秋天复出时，我确信他一定可以干得很出色。后来，他的确做到了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

双重收费对客户是巨大的负担，我猜想，今后组合基金的费率架构将会面临很大压力。但另一方面，如果没有风险防御机制，即使最大的养老基金也不愿意冒险去持有大量的对冲基金，仍然会有大量新资金持续涌向在对冲基金运作方面很有经验的组合基金。**一些理性的投资者相信，组合基金是有钱人和小型金融机构的首选。**他们指出：与股票相比，组合基金可以在降低风险的同时提供更好、更稳定的回报；与固定收益投资相比，在现在的利率水平下，高等级的债券回报率顶多相当于组合基金的中间水平。于是人们会想："既然这样，何必还要持有债券呢？"在诸多小型组合基金中，很多的业余选手、离职的投资银行家、曾经的机构销售员混迹其中，现在的市场情况与泡沫破灭前风险投资和私募股权盛行的1998年和1999年有点相似了。

2001年春天，我在摩根士丹利《投资展望》杂志上发表了一篇题为《Alpha需求和金企鹅危机》[①]的文章。Alpha衡量的是超越市场平均收益率的能力。我的观点是，对冲基金行业在不同策略选择上已经初显泡沫。几年前，一些特定的对冲基金（比如可转债套利型）还很罕见，而且市场对其不能有效定价。但突然间，一些原因导致这个类型的基金产生了很高的回报，大量的投资资本和新基金蜂拥而至。

可转债套利型基金行情正热时，不少交易员甚至可转债套利型基金的销售人员都纷纷辞职，去发起新的可转债套利对冲基金。当这些专业人士几乎同时进入这一领域时，定价机制更加有效，高额收益就消失了，可转债套利型基金的小泡沫破灭了。即使他们不进来，也会有许多大的基金试着入场来分享高额收益。这样的情形正如当更多更强壮的马匹在同一个池子里喝水，所有的马分到的水就都变少了。**对对冲基金投资者来说，总是追着市场热点的尾巴跑将导致失败。正如我前面已经提到过的，组合基金能够在不同基金之间进行战术切换，如果他们足够机敏，那么这种操作将创造价值。**

---

① 英文中金企鹅类似中文中的下金蛋的鸡，这里指代对冲基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻找新的救世主

来到布雷克斯的买家，无论是何方神圣，都在费力寻找新的救世主：更年轻的“乔治·索罗斯”，他一定温和又帅气，眼睛和索罗斯一样能看透一切。问题在于，即使他们遇见了神童，有可能他已经被财富和奉承宠坏了（当然，乔治现在还没有）。成功必然以某种形式滋养骄傲情绪，在对冲基金行业，自大傲慢与地位伴生。骄傲的结果是添置私人飞机，加入多家高尔夫俱乐部，在法国南部或南塔基特岛买下豪宅，以及娶个年轻的老婆。当然，有些人富有之后想起了拯救世界的童年梦想；有些人从对冲基金巨大的压力中解脱出来，对能够花花钱或者研究一下 18 世纪的法国文学很满意；还有一些人想在慈善事业或者政治领域展露一下身手，比如索罗斯，他可不想人们只记得他狙击了英格兰银行，他还希望人们记住他是一位慈善家、一位提出了“反馈理论”[①]的哲学家。

作为一类资产，对冲基金在 3 年熊市里致力于保护资本不遭受损失。2000 年，标准普尔 500 指数下跌了 9%，但对冲基金的平均回报率为 9%；2001 年，这组对比数字分别为–12%和+7%；2002 年为–22%和+6%。在最糟糕的熊市里，虽然有些对冲基金（不仅是偏空策略的基金）宣称自己的收益率为 20%，但不少大型对冲基金缩水了 5%至 20%。2002 年，那些只做长仓的投资经理的业绩下降了 20%至 25%（高科技股下降了 40%甚至更多），尽管对冲基金的表现要明显强于只做长仓的基金，但投资者还是觉得基金无论在熊市还是牛市都是应该赚大钱的，他们仍然感到失望。在我第一次参加布雷克斯大会的时候，我感到了这种低沉的气氛。2003 年股市好转后，对冲基金的表现也难与高仓位的纯多头基金相比。但是，对冲基金的吸引力并没有消失，2004 年还是有资金不断涌入对冲基金。

约有 40 位对冲基金经理参加了在布雷克斯的会议，大家陈述了不同的投资理念，即便那些未来买家的脸上挂着轻蔑，即便他们因已司空见惯而显露出一

---

① 这个理论的简单解释是：想法改变了事件，事件的改变又反过来改变想法。比如说投机者认为美元会升，他们入场买美元，其结果使美元利息降低，刺激了经济，带来美元应该升得更高的想法。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点厌倦，即便他们带着不恭的神情好奇地打量我们，我们还是表现得轻松自信。为了得到钱，我们必须得这样表现。那些受到买家追捧、业绩突出的热门基金就不用这样强作欢颜，组合基金和捐赠基金恨不得手脚并用地钻进去，可以进入热门基金正是优秀大型组合基金竞争力的体现。

这真是漫长的 3 天。宴会和酒会上是无休止的推介和客套。闲谈是麻木的，在某种程度上已不再经过大脑。组合基金在追着基金会和富人们，"刺猬"们则追着所有的人。当一切结束的时候，我都不知道我们是否筹到了钱。（实际情况是，我们开始时没得到多少，后来有了一些收获。）在太多的竞争和老套的演讲面前，我并不认为我们显得有什么特别，也没有什么引人注意的地方能让投资者把钱交给我们。在 15 场演讲中，我们用尽所有的热情来讲述我们关于宏观投资的计划，而且毫不害羞地挥舞自己的简历。在那些听众的脸上，我没有感觉到他们的关注和太多的承诺。中场休息时，有些人表示可能会再跟我们接触，但没有人走过来屏住呼吸对我说他们打算进来。星期四晚上，我们筋疲力尽地乘坐蓝色喷气机航空公司[①] 的航班夹着尾巴回到纽约。

头痛、失眠以及失落

2003 年 3 月 17 日，我们回到纽约，开始紧张地搭建公司会计、法规、行政等基础框架，招募员工。即使摩根士丹利为我们提供了帮助，筹备的工作量仍然大得难以想象。对新的对冲基金而言，合伙人的担子相当重，这也是为什么通常筹办基金要花上半年到一年的时间。

接下来的几天，我们修改并重新印刷了市场推广计划书，然后把计划书提交给摩根士丹利的个人财富管理小组。有人提醒我，创业动机可能是大家最关心的问题，所以我在计划开头总结了我离开公司去创立基金的直接原因，大意是说，到 6 月 1 日我在摩根士丹利就干满 30 年了，在人们还需要你的时候选择离开感觉会更好一些。我告诉他们，我对高尔夫和希腊海岛游之类没什么兴趣，

① 蓝色喷气机航空公司是美国廉价航空公司之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

专业投资是世界上最好的游戏，我享受这种游戏中的竞争。另外，我说道，这可能是唯一年纪还算得上优势的游戏了。

“关于卖空你有什么心得呢？”有人这么问我。我的回答是，在20世纪60年代末，我运作一只叫做费非尔德的对冲基金，我们做空零售业和化工行业，那时这两个行业的市盈率是30倍，而市场平均市盈率在17倍，换句话说，市场对这两个周期性的行业给予了成长型行业的定价。此外，这两个行业的公司产能过度扩张，几年后，当它们无法实现收益时，市盈率大幅降低。我还告诉他们，计算机租赁类公司和多元化经营公司的股价兴衰让我意识到，当泡沫破灭时，那些被狂热分子视为成长型股票的题材股和垃圾股一般都会回到每股3美元。为什么会是每股3美元？没有答案，这大概是一个神奇的数字。我也告诉他们，在我们做空漂亮50[①]的那次，选择时机过早，平仓过快，我们当时是多么心痛。卖空，让你头痛失眠，但至少我已经不是新手了。

2003年3月，在伊拉克战争临近、宏观经济走势不清、公司丑闻频发等因素作用下，股市环境变得非常恶劣，似乎所有的评论都认为大熊市即将来临，牛市正在绝望中远去。经验告诉我们，根据对熊市的定义，底部一定出现在跌落最厉害的那一点。如果这样的话，我们的基金最好关闭。当时美国股市已经下滑到2002年夏季的低点附近，全球其他市场股指也已经跌破了2002年的两个低点。对技术分析人士来说，这可是一个非常糟糕的信号，意味着股指将连创新低，美国国家广播公司有线电视网的战略投资家甚至激动地宣称，标准普尔500指数将跌至500点（当时该指数为760）。一些价值投资学派的学者也附和这一观点，比如伦敦的安德鲁·史密瑟就站出来说，他的研究表明，根据重置成本账面价值方法，美国股市毫无疑问被高估了30%。

如果我们的策略是正确的，如果市场真的处于一个重要的底部区域，这应该是我们启动基金的好时机。问题在于，在这种时候，我们能不能在自有资金外筹措到资金。眼看着股市隐隐约约要进入第四个不景气的年份，摩根士丹利的经纪人都显得情绪低沉。

---

① 漂亮50（Nifty Fifty）是指20世纪70年代初成为美国证券市场机构投资者追捧的50家增长型大公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一天晚上，我在中央火车站准备坐车去格林尼治。当我经过鸡尾酒廊和酒吧时，注意到年轻的销售员、交易员、分析师们坐在那里闲聊，相互之间在逗笑。我很诧异，为什么他们看上去如此健忘又满不在乎，难道他们不知道中东就要开战了吗？难道他们对动荡的经济没有感觉吗？难道他们没有意识到自己正面临失业——不仅仅是半年而有可能是永远吗？他们真的一点都不焦急吗？闲聊的人群看上去如往常一样开心，面孔如往常一样明朗而又好奇。我想起了奥登[①]的著名诗篇《1939年9月1日》，这首诗发表于一个相当阴暗的时期——那个时期希特勒的装甲车似乎是无敌的，世界走向战争的边缘。坐在五十二街的破酒吧里，奥登写道："酒吧里的张张面孔/墨守他们寻常的一日/灯光必须一直照耀/音乐必须永远演奏。"诗人讲述的是在低沉年代之后他们那一代人是如何迷失希望的。如今，隔了两代人以后，摩根士丹利的经纪们感到无所适从和害怕，如同希望渐渐迷失。但世事总是如此，木已成舟，我们无路可退。

---

① 奥登（W·H·Auden，1907~1973），英国人，是20世纪最伟大的诗人之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第六章

路演的折磨：血水、汗水、苦水和泪水

今天，路演带着它所有的折磨开始了。路演是募资旅途中的必经站，它就像其字面意思一样：带好准备表演的东西，上路。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本章是一篇我的路演日记。它按时间顺序记录了在为新对冲基金募集资金的过程中我们遭受的折磨、侮辱以及所经历的辛苦。之后，我会跟你们讲讲基金实际发起时我们的焦虑，以及我对于较早前的一次投资冒险的回忆。

彼得大帝：一个投资狂

2003年4月5日：今天一个投资银行家打来电话，说是私募基金界以杠杆收购出名的传奇人物“彼得大帝”可能有兴趣放点钱到我们的基金里。我当然听说过“彼得大帝”，这个出身于克利夫兰蓝领工人家庭的奇才凭头脑和胆识成功的故事无人不晓。仅仅是关于他可能收购的传闻，已经足以引发从辛尼克高尔夫球场到洛杉矶乡村俱乐部的强烈地震。

“彼得大帝”办公室宽敞的接待间里摆设着东方地毯和精美的古董家具。“彼得早就不爱去盲溪俱乐部了，他觉得英式投资银行风格比较有品位。”领我去的投资银行家解释着，“旁边那间屋里他还摆了几张老式的翻盖写字桌，弄了几个假英国人坐着，装装样子而已。”镶着护墙板的墙上，装了框的油画上是英国的猎狐场面。站在接待间的几个不说话的年轻人中有一个走过来，接过我们的大衣。“他们原来是特种部队的。”投资银行家压低声音跟我说，“自从彼得在文章里读到比尔·盖茨的保镖都是从特种部队退役的，他就决定也招几个。他们这儿弄了好多保密措施。编码啦、伪装啦、安全电话啦，你会觉得是在中情局。”

我们等待时，投资银行家又跟我讲了些彼得的事。“这家伙相当不好对付，能争好斗，又喜欢投机取巧。上大学时他是摔跤选手，上场前故意嚼大蒜，希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

望比赛的时候嘴里喷出的臭气能让对手分神，慢一秒半秒也好。他太爱出风头，恨不得自己是每场婚礼上的新郎和每场葬礼上的死者。他是我认识的唯一一个50多岁了打高尔夫还作弊的亿万富翁——老是挪球。他爱把自己弄成日理万机的样子，手头同时做的事永远不能少于两件。我听说他在加长轿车里安了一个自行车健身器，这样司机送他上班的路上他就可以边读报边看体育台边蹬车锻炼。听说他一天只睡4个小时。他们那儿是绝对的血汗工厂。他的分析师一半都精神崩溃了，进了俄勒冈的疗养院。"

一名前特种部队战士把我们带到彼得的办公室。那是一个巨大的房间，宽大的玻璃窗完整地呈现着对面高楼大厦在蓝天上的巨幅剪影。一个庞然大物蹲在屋子中间——又像书桌，又像控制台。桌边没有椅子，摆着一台"班霸"健身器，屋子一角还散落着几只金色的哑铃。彼得很瘦，皮肤晒成深褐色，没穿外套，但打扮得很精神——领带是马拉伯爵夫人牌，吊裤背带是红色。不过，他的指甲一定是被啃过，只剩了一点点。

"欢迎来到太空堡垒卡拉狄加号[①]。"他说，挥手一指控制台的台面，上面各种不同颜色的股价正在各个屏幕上闪烁跳跃。下面一排的屏幕被分割成20来个画面，每个画面可以监视到一名分析师或交易员。彼得给我们演示如何跟其中任何一个人直接通话并把他们的脸拉到大屏幕上。他说话快而急。"他们甭想逃过我的眼睛，也甭想看到我——除非我想让他们看到。我刚开掉了一个不停挖鼻孔的家伙。对我们这种生意，纪律和控制很重要。"

这时电话响了。我们能听到话筒里的只言片语，好像是说什么人的妻子有了外遇。彼得粗鲁地挂断了电话。"这些公司里的嫩瓜想要和我斗，就让他们等着瞧吧！"他高叫着。"我的人什么事挖不出来？我会让他们好看的。董事长的老婆勾搭网球运动员。"他做出恶心的表情，"他们以为能蒙过我就万事大吉了。这算什么？耶鲁一哈佛游戏？等我把这个衰人搞定之后，看他还有没有脸在奥古斯塔[②]露面！"

投资银行家好像爱听这话，虽然我知道他上过耶鲁。"去把他们搞定，彼得。

---

① 太空堡垒卡拉狄加号是20世纪70年代一部科幻电视剧中航空母舰的名字。——译者注

② 奥古斯塔，一家顶级高尔夫俱乐部。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这就是你的伟大之处。有你这种做事有创意的天才，他们怎么还会说杠杆收购基金里净是没用的寄生虫？伟大的公司不能让一些老婆爱上穿短裤运动员的小丑掌管。你就是活生生的市场经济，你最能改善资本主义的本质。”

彼得点着头，目光移到我身上。“现在，跟我说说，你都做什么？你想要什么？”

我按着我的老套路说了起来，但突然被他打断了。

“你的组合里有多少注？”

“20 到 25 个吧。我们用杠杆，这样就能多样化一点。”

“我不相信多样化。我可以特别喜欢一个人，也可以只特别喜欢一瓶酒，为什么到了做投资组合的时候就得一视同仁？找一只你真正喜欢的股，持一个重仓，再用杠杆把它加大，这才是投资。否则的话只能算练练手。一切不过是贪婪对恐惧的较量，所谓控制风险是在浪费精力。”

我哑口无言。他接着说道：“钱袋就是我的主人！你最好明白这点！除了孩子，我可以卖出一切，可能也包括我老婆。我是个投资狂。我相信谁死的时候钱比别人都多，谁就算赢了。不过，我也想给这个世界做点好事。就凭我捐的那么多钱，当上自然历史博物馆和福特基金会理事的应该是我，而不是现在那些蠢货。”

他紧紧盯着我：“你知不知道我捐了多少钱给慈善组织——宗教项目、黑人孩子的奖学金、关于转世投胎的研究？报纸从来不提这些，他们就会聒噪我收购公司时裁掉了多少人。这是阴谋。”突然他的心情变了：“我得忙了。谢谢你们过来。祝你们好运！”电话又响了。

我们等电梯时，投资银行家满脸鄙夷地说：“那个转世研究，他感兴趣估计是想弄清楚他下辈子会投胎成谁，好在遗嘱里把钱都留给那人。祝你好运吧。”

每个人都在祝我们好运，我觉得这似乎不是好兆头。

马不停蹄的演讲：从兴奋到乏味到怀疑到敌对

2003 年 4 月 6 日：今天，路演带着它所有的折磨开始了。路演是募资旅途

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中的必经站，它就像其字面意思一样：带好准备表演的东西，上路。没有任何人把它当成乐趣。我们的头3天将到旧金山，日程上排满了和机构、集团以及富有人士的早餐或晚餐会。有些会面，比如和斯坦福慈善基金的那次，就让人兴奋，彼此之间有良好的互动；有些见面则因为这样或那样的原因十分乏味；还有一些时候，我们需要面对怀疑甚至敌对的声音。我想这些都是筹资游戏的组成部分。

2003年4月7日：今天我们马不停蹄地作演讲。摩根士丹利私人财富管理团队（一群专门替大富翁服务的精英）中的一个人把我们带到了硅谷。我们见到的人中包括最热（如今是最冷）的风险投资公司“Placemark资本”的3位创始人。他们的接待室墙上昭示了他们曾经的辉煌，那里挂满了完成的交易公告，镶在框子里，就是人们所称的“墓碑”。这让人有点伤感，因为他们创建的公司里竟有那么多没能生存下来。

3位仍然非常富有的合伙人出现时都没精打采，带着如丧考妣的表情。（别忘了这是2003年4月，纳斯达克还在1 200点左右徘徊。）他们礼貌地听完了我们的介绍，我也询问他们投资的公司情况如何。还没有反弹的迹象，他们低声嘟囔。公司订户非常谨慎。我问道，会不会有大量的延后需求，因为从1999年以后各公司大砍信息技术开支，而从那时到现在又有许多技术进步。不，他们说，过去几年真正意义上的创新很少，只是升级而已。无论是硬件还是软件投入都很难有大的起色。我觉得他们有点太悲观了。

2003年4月8日：我们有4个单独的会议，会见一些阔佬。他们都曾在小型科技股上投过大钱，现在正舔着伤口。他们对我们并无敌意，但我感觉到他们现在极度害怕风险，正因为前不久的损失而心灰意冷，毫无行动的欲望。所以，把钱投在一只新的对冲基金上并不是什么诱人的想法。我唯一的安慰是，市场的不景气虽然给我们的筹资造成了障碍，但或许会让我们的初期表现显得漂亮一些。

这天晚上，在Prime经纪公司为我们组织的晚宴上，我们像平常一样作了演讲，然后接受提问。就像平常一样，我们讲道：希望长期回报能够超过标准普尔500指数，但回溯测试显示，我们的波动性可能会和标准普尔500指数不相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上下。换句话说，如果我们的长期平均年回报率能达到15%，每年的回报可能会在0到30%之间——也就是15%减加15%。一位来自某大型组合基金的女士站了起来，说她认为我们估计波动在15%可能是对的，但这样我们对于很多投资者来说就不合适了。她说，如果波动性那么大，有可能一个月就会下跌10%，这将不可避免地引发赎回，从而形成恶性循环，也就是赎回危机。真是一个愉快的设想！

2003年4月9日：今早我们飞到休斯敦，和20名私人财富管理的客户一起吃午餐。这是一群有钱的聪明人，问着刁钻的问题，但似乎对我们所说的话有兴趣。

摩根士丹利的私人财富管理团队是一群精英销售员和投资经理的组合，为有钱人和小型机构服务。他们精明、难对付，而且贪婪。换句话说，他们对金钱刺激"有动于衷"。不过，总体来说，他们真正效忠的是客户而不是他们就职的公司，因为前者才是他们的长期饭票。他们在与我们合作时通常还比较懂事，但偶尔我们也会受到侮辱，那天下午就发生了一次。

午饭后，马德哈夫和我去拜访一位上了年纪的石油大富豪。摩根士丹利的熟人告诉我，他是亿万富翁，一个很有希望的投资人。亿万富翁热情地到前台来迎接我们，拍着我的后背说我"比春天还年轻"。他看起来却糟透了，我一时没找出合适的恭维话来回敬。我们走进一间面积有麦迪逊广场花园那么大的办公室，开始简单地作介绍。

"太好了，"我们话音一落亿万富翁就说，"可是，小伙子们，我碰到些问题。我在委内瑞拉有几眼井干了，尼日利亚又刚刚把我的公司收归国有。还有，自从我的女朋友离我而去，我就成了一个孤单的老头子。为了排遣寂寞我开始参加休斯敦的这些慈善舞会。每个人都当我是大财主，敲诈我捐款。我答应了一些大数目的捐助，必须得兑现。所以，也就是说，小伙子们，我现在遇到了严重的流动资金危机。我很想给你们投钱，但今年是没戏了。"他忧郁地瞪着我们，我们也瞪着他。

终于他打破了沉默："还有，我得了前列腺癌。他们用这些该死的放射粒子给我作放射治疗。你们知道裤裆里带着这些粒子走来走去是什么感觉吗？"他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接下来向我们讲解那些可怕的诊断和治疗细节，以及他的前列腺癌史。他对于直肠检查的可怕描述让我想吐，马德哈夫看起来也在恶心。

然后，尴尬的牵线人逃跑了，马德哈夫和我在如同鬼域的休斯敦市中心散步，那是一个炎热的春天下午。我们谁都没谈刚刚的见面，也没什么好谈的。在摩根士丹利时，我们都经过糟糕的日子，但那时候至少你知道自己还能拿到工资。如今，我们极度清醒地意识到严酷的现实：如果不能筹到一些钱，我们就完了。回到酒店，我们去了健身房。

我热衷于锻炼，我认为这是保持健康的最佳药方——尤其是在困难的日子里。最好是打一场高对抗性的比赛或是爬一次山。但那天，在得克萨斯的休斯敦，我们没法临时安排比赛或是爬山。我也喜欢读书，但文字得好，至少得干净。我是一个文学爱好者。在举重或跑步时，我会在我的iPod上听有声书。我的口味不那么挑剔，从小说到历史都读。当我真正沉浸在一本精彩的书籍里面时，它会刺激我上健身房。我的休闲阅读大多数都是流着汗完成的。我还在“班霸”健身器上读完过很多研究报告，这样做的好处是没人来打断你。

终于可以喘一口气：和一位真正伟大的投资家共进晚餐

4月10日我们应邀到法耶兹·沙罗菲（Fayez Sarofim）家里吃晚饭。法耶兹和我年龄相仿，我们是多年的朋友。他的投资管理公司法耶兹·沙罗菲公司战绩辉煌，而法耶兹是一位真正伟大的投资家。他的管理张弛有度，经营则非常谨慎。他的公司已经成长为一家大企业。另一方面，他喜欢研究个人的投资组合。他在宏观基金上压了大钱，还使用了很高的杠杆。我一直认为他最适合操作一只对冲基金。我很怀疑他会对Traxis感兴趣，我觉得销售员推荐我们会面只是为了显示自己很尽职。

“当然不是，”那家伙说道，“法耶兹告诉我他极感兴趣。”我迷惑不解，他并不需要我们。但我知道和法耶兹吃饭一定是种享受，无论从胃口上还是头脑上。

在法耶兹的大宅里可以见到优美的印象派作品，还有他最近一次婚姻生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小孩，以及成堆的研究报告。在他雅致的、装着护壁板的图书室里，地上、沙发上、茶几上都堆着成摞的报告。尽管仆从众多，宅子和花园里却透出一种可爱的凌乱。自行车、篮球和旱冰鞋乱放在门廊上。这位上了年纪、声若洪钟的埃及法老出现了，穿着黑色套装，威严镇定。他的部落和随从似乎人人欢欣。

我们吃了一顿很棒、很精致的晚餐，主人是法耶兹和他的大儿子——他已经在父亲的公司里做事。法耶兹是个巴洛克式的人物，他对于饭店、葡萄酒、美食、雪茄和股票的品位永远无可挑剔。他身躯庞大，与庞大的财富相配。他把客户的钱投到了一些高质量的成长型消费品企业股票上，这些企业拥有世界级的加盟专利权，无须像技术股那样每 5 年重新定位一次。他挑选企业的标准是：它们必须得产出自由现金流，能够回购股票并提高分红。他认为，在一个低增长、低通胀、低利率的世界中，带有这些特质的股票必然具备极高的稀缺价值，因而能以很高的市盈率出售，正如 20 世纪 50 年代末和 60 年代初那样。

购买并持有优秀的成长型股票，这是他一贯的投资风格。“我最喜欢的持有期是永远。”他咧嘴笑着说。唯一的困难在于这类公司往往很难寻觅，而且非常昂贵。我们谈到了百事公司。法耶兹认为，虽然这家公司处于一个高度竞争的行业，年收入的增长多半在 6%~7%，但赢利的年增长却可能达到 12%。

法耶兹还是美国大型制药企业股的热情拥护者。相对于市场上的其他股票，这些股票正处于历史上的价格最低点。法耶兹认为，虽然这些企业面临着政策规定的束缚和新药品减少的困境，也许不会像以往那样增长迅速，但潜力依然巨大。关于法律问题，他认为它们现在和 10 年前菲利普 · 莫里斯公司遇到的困难差不多。法耶兹说道，成长就是指收入和分红增长的速度超过通货膨胀，这样股东的购买力就通过投资收益而提高。他提到 30 年前他为一名亲戚购买的默沙东公司股票，现在的分红已经是成本的两倍。经过计算发现，默沙东的分红增长是同期通胀率的 3 倍。对于普通纳税者来说，这是提高购买力最理想的方法了！

问题就在于如何从现有的增长型股票中挑选出长远的赢家——即便不是不可能，也的确很难。纽约的伯恩斯坦研究公司就公司持续成长的可能性作了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份调查，令人心寒的结论显示在表 6–1 中。在过去半个世纪，如要挑选出可以持有 20 年的成长型股票，成功概率只有 4%，可以持有 10 年的也只有 15%。即使是只想持有 3 年，挑对的概率也只略高于 50%。大型制药企业和消费品企业似乎更稳妥一些。而研究报告没有提及的是，当一只成长型股票下跌时，往往不仅仅是硬着陆，而是摔得粉身碎骨。然而，法耶兹创造了自己的奇迹。他为富人们经营的投资组合赎回率极低，而他的 5 年成长型股票持久性比率保持在 60% 左右，真是太出色了！

表 6–1　一家公司保持股价涨势的可能性

			主要成长型行业			
	所有行业	科技	医药	家用纺织品	快速消费品	金融
			1955~2003			
3 年	58%	55%	57%	69%	61%	46%
5 年	37	36	38	48	44	24
10 年	15	14	23	24	18	8
15 年	7	7	13	16	7	4
20 年	4	3	9	9	3	2
			1980~2003			
3 年	51%	55%	57%	57%	55%	41%
5 年	31	35	37	45	39	23
10 年	12	10	19	27	16	8
15 年	5	4	7	18	4	2
20 年	2	2	4	5	1	1

资料来源：Sanford C．Bemstein，Inc．，Strategic and Quantitative Research Group

那是一个令人兴奋的夜晚，我们交换了很多想法。我的合伙人被法耶兹的魅力迷倒了。食物和葡萄酒都很棒。然而，我自己也不清楚他是否有意给我们投资，因为我知道他多么喜欢自己主宰这些投资冒险。此外，他对我们的基金只字未问。

补记：我完全错了——法耶兹给我们投资了。我们深感荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规模是业绩的敌人

2003 年 4 月 10~12 日：我们从休斯敦去了亚特兰大和棕榈滩。真正闪光的时刻似乎还没到来。我的印象是这些富人正不知该拿他们的钱怎么办好。他们对现在的投资顾问失望透了，但改变意味着更多的不确定性。他们说自己已经无处可藏。他们认为买债券会吃亏，因为长期利率会很快上涨。另一方面，货币市场利率低于通胀率，也就意味着你的钱实际上一直在损失。要和他们争论很难，但我觉得，当每个人都觉得无事可做的时候，也就意味着有很多事可做——或许是股票。

在棕榈滩，我和一个叫肖恩的家伙见了一面，还有点意思。肖恩来自“灯塔”，这是一家成绩骄人的年轻组合基金。几个月前我们在纽约向肖恩作过一次介绍，他那时就很让我们鼓舞。肖恩大约三十五六岁，又高又瘦，性格开朗，举止可亲。我不自觉地喜欢上了他。他非常专业，开门见山地说，他管理着一些对冲基金的组合，在这方面没有人情可讲。他只对他的组合和他的投资者保持忠诚，与对冲基金经理们的个人关系不在他的考虑范围之内。就像我们会卖出让我们失去信心的资产一样，他也会基于自己的判断，把一些基金经理不留情面地踢出去。**正如被称为“亚当 · 斯密第二”的格里 · 古德曼所说：“股票不认识你这个股东。”你所拥有的对冲基金也不认识你，只要你加入这个金钱分配游戏，私人关系绝不会影响你作出持有还是赎回的判断。**

肖恩谈到，他发现成功的对冲基金往往昙花一现，不仅因为规模是业绩的敌人，而且因为成功和财富会把出色投资家的头脑冲昏，或是促使他们提前退休。显然，在肖恩看来，两种结局都是命中注定的。他说，就连最棒的对冲基金天才也很难经受住成功的考验。对冲基金投资对人的要求太高了，而辉煌的战果总是能让人飘飘欲仙，这也就是为什么如此之多的优秀投资家终将自我膨胀并走向失败。

2003 年 4 月 16 日：马德哈夫和我乘红眼航班飞到伦敦。春天的阳光下，海德公园绿得耀眼。我们在此的两天半日程十分紧凑，要参加摩根士丹利经纪人安排的一系列和富人、机构投资者以及组合基金的会面。我们已经面试过了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个想当分析师的俄罗斯小伙子——谢尔盖，他显得聪明而雄心勃勃，很瘦，看起来像是没吃饱饭的样子。我们的第三位合伙人西里尔在摩根士丹利时就跟谢尔盖共处一间办公室，对他知根知底，力主雇用他。马德哈夫和我有点犹豫，我甚至根本拿不定主意我们要不要用分析师。如果雇用分析师，就必须找出让他们研究的东西，倾听他们的发现，偶尔还得按他们建议的去做。我简直说不清他们是一笔财富还是一种累赘。有一位非常优秀的对冲基金经理曾经告诉我说，他要求所有的分析师都只用电子邮件和他联系，因为要打断面对面的谈话而又不显得无礼实在很难。电子邮件还能记录下他们的工作，在年底时便于评估。

管钱这项工作看重的只是业绩。你不是在参加魅力测试，肯定也不希望你雇来的人帮着你浪费时间。同理，也别把时间浪费在听销售人员的好话上，他们的工作就是把你侃晕。我刚刚提到的那位基金经理就是我所见过的最心狠手辣的谈话终结者。当他认为已经把想听的话听完后，会干巴巴地说一句“谢谢”，就这样。

和查尔斯一起旅行

到伦敦的头一晚，我和马德哈夫在巴克莱与一位老友共进晚餐。他叫罗伯特，虽然还不到40，但已经成功地管理一只全球对冲基金很长时间了。他独自经营基金，如今这种压力已经让他尝到了苦头。他现在得了慢性背部疾病，而且由于旅行太多，永远处于时差和失眠的折磨中。他的婚姻也一步步走向死亡。我们见他的时候，他的眼睛带着两个大大的黑眼圈，精神委靡不振。（回去后，我跟马德哈夫说，罗伯特需要一个女伴或是妻子。马德哈夫说：“哦不！他只需要拥抱着一个迷人的收益入睡。”）

马德哈夫说得没错！虽然罗伯特的长期业绩很棒，他的那些主要投资人却都是些不好对付的家伙。他们从不让他休息，不管他已经为他们赚了多少钱。在20世纪90年代末的一系列出色表现之后，罗伯特连续3年遭遇滑铁卢，管理的资产从10亿多美元落到4亿美元。这时，罗伯特在投资时变得小心翼翼了，不管是牛市还是熊市都不敢出手。他担心再做错一次就会满盘皆输，失去客户对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他的最后一点信任。他怕他们会把钱撤走。我告诉他这种策略很危险，因为如果市场强劲反弹而他坐失良机，客户也一样会恼火。对冲基金向客户收取如此高的管理费，客户的挑剔和苛刻可想而知。他们没有忠诚度，也不应该有。他们对你这个人的判断仅仅依据你最近的表现。可惜，这样的想法是多么荒谬。如果投资经理是优秀的，如果他尽忠职守，那么一时的表现不佳本应是注资而不是撤资的良机。

补记：罗伯特的投资和私人生活依次有了起色。他和一个年轻美貌的女模特坠入爱河，不知是不是因为她的原因，他的基金在2003年增长了25%。接下来的2004年，虽然大多数投资者的日子都不好过，罗伯特的业绩却特别优异，又增长了38%。2005年，他的运气还在继续。

2003年4月18日：一大早，我们坐飞机从伦敦飞到日内瓦。那天风和日丽，阳光下的日内瓦湖波光潋滟，大喷泉把水柱高高射入蓝天。我们给日内瓦最大的私人银行Pictet et Cie作了一次介绍。我认识该银行的合伙人已经30年了，他们都是些有身份的高尚人士。原来的高级合伙人皮埃尔·彼克泰是我的一位老友。如今，这个家族仍旧控制着这家合伙制公司。Pictet et Cie拥有一只大型组合基金，但我很难辨别出我的听众是礼貌、好奇，还是真感兴趣。现在的高级合伙人查尔斯·彼克泰也来了，似乎是对我们的礼遇。然而，他的手机不停响着，老是把我们打断。更糟的是，他并不把它关掉，而是不停地接听——这可不是感兴趣的迹象。

然后，我们在春天的明媚阳光下走到桥对面的四季酒店，在那儿我们要为35位礼貌但多疑的瑞士人作一场介绍。他们又问起那个问题："达尔先生，你真的要当三胞胎的父亲啦？这样你的精力不会分散吗？对你们的基金是不是也不好呢？"这次马德哈夫·达尔没用他的老说法来回答："我得到的最好建议是从另一个三胞胎父亲那儿得来的。他跟我说：'早上班，晚下班。'"显然瑞士人不觉得这个答案幽默，因为笑的只有我。吃午饭时，我确定这群人只是对我们的投资策略感到好奇，并且想听听我们对于市场的见解，但一上来就投资的可能性微乎其微。

那天下午、晚上和第二天我们都还有别的会。日内瓦的对冲基金相对来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较少，但组合基金有很多家，都是由私人银行运营的。瑞士银行的职业精神给我们留下了深刻印象。他们是聪明的分析师，顾客总是被他们摆在第一位。

离开瑞士，我到法国去看我女儿，在他们一家的农场度过了周末。整洁的树篱、高大的悬铃树、老式的石头屋，法国内地乡村的这种田园之美真的已经久违了。在孩子们的嬉笑和马儿的蹄声中，我似乎找到了某种少有的宁静。

会见玛格丽特·撒切尔

2003年4月22日：这几天我都在伦敦捕捉潜在的投资者。今天是我在伦敦的最后一天，我的一位老朋友和老战友朱利安·罗伯逊安排我和玛格丽特·撒切尔见面，地点是她在“王侯门”的办公室。玛格丽特·撒切尔一直是我崇拜的偶像。毫不夸张地说，是她从不幸与危机中重塑了英国，帮这个国家重新赢得了在世界上的地位。她是罗纳德·里根经济政策及对苏军事竞赛战略的背后智囊与支持者。正是这一战略导致了苏维埃体制的瓦解，给冷战画上了句号。里根只是对世界形势的大趋势有所感觉，而她却能清清楚楚地说出来。还记得那张著名的照片吗？唐宁街10号的晚餐上，撒切尔在讲话，坐在她旁边的里根全神贯注地盯着她，听得入迷。里根把这张照片寄给了她，在后面亲笔写着：“亲爱的玛格丽特，正如你看到的，我同意你说的每一个字。永远是！送上最亲切的友谊。你诚挚的罗尼。”他的话发自肺腑！1990年，她又在伊拉克入侵科威特时成为乔治·布什的坚强后盾。（她跟布什说：“这不是退缩的时候，乔治。”）

我最初遇到撒切尔夫人是在20世纪90年代中期，那时她和我都是朱利安·罗伯逊老虎基金董事会的成员。她精力充沛，对对冲基金如何运作兴趣浓厚，与其他被请入董事会的政治家截然不同。那些人虽然也很有魅力，但往往在投资方面不甚聪明，对经营管理的贡献也十分有限，而撒切尔夫人不是这样。我还记得她走过老虎基金的办公室和交易室，散发着活力与智慧和每个人交谈，带着好奇心提出各种问题的情景。当老虎基金关闭时，她主动飞到美国来参加了摩根士丹利为朱利安举行的告别晚宴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那是 1998 年 6 月，有一次在伦敦的老虎基金董事会午宴上我坐在她旁边。她问我对俄罗斯投资前景的看法，我说我正在卖空。她拉过我的手，掰着手指数出了 5 条理由，说明俄罗斯仍是一个巨大的投资机会。我完全折服在她的魅力之下。午饭一结束我就取消了卖单。不幸的是，那次她错了（至少一开始错了），因为几个月后就发生了俄罗斯的债市和股市崩盘。几年后，在老虎基金的关闭晚宴上，我和她坐在一桌。晚餐结束后的余兴活动是一个"读心"游戏。表演者在装模作样地露了几手之后，不识趣地走到撒切尔夫人面前，对整个宴会厅宣布他可以读出夫人在想什么。她面带轻蔑地看着那人，淡淡笑着说："不一定，年轻人，不一定。"她就说了这么多。全场轰然而笑。

今天，她和往常一样穿着雅致的套装，头发一丝不乱，仿佛刚从发型师那儿出来。她坐在一把巨大的扶手椅上，光亮的窗子就在她身后。她请我喝咖啡。看着她，我不自觉地想起弗朗索瓦·密特朗的话："她有罗马皇帝卡里古拉的眼睛和玛丽莲·梦露的嘴唇。"在 77 岁的年纪，她的健康已经开始出现问题，一些小病侵扰着她，但她的智慧和热情丝毫未减。

我先是问了撒夫人（就像她的身边工作人员对她的称呼）一个有点愚蠢的问题，问她这些年来遇到过的最难忘的人物是谁。她的答案挺实在。她说，罗纳德·里根很棒。但是很多人可能看不到他的伟大。他在工作和决策风格上比较宽松，但是会定下大的原则方向，让下属去执行。"罗尼知道哪些是大事，好比税收还有冷战。"她觉得他自信、善良，而且从不在国际会议上趾高气扬。此外，他是一个超级出众的演讲家，"声音的魅力无与伦比"。她说她非常喜欢他。然后，她问我是否了解里根的近况。南希还每晚给他喂饭吗？她也特别喜欢南希。不过，我当然不清楚南希是否仍然每晚给总统喂饭。

我问撒夫人她对于当今世界的风险有何看法。她说，风险永远都在，但环境已不像冷战期间那样险恶。她接着说道：恐怖主义是个威胁，但我们已取得了进步，在这一点上我们绝不能妥协，任何时候都不能高枕无忧，我们必须要强硬。然后，她用富有感染力的语调说："残暴的恐怖无法扼杀自由的呼吸。"

见过撒切尔夫人之后，我到唐宁街 10 号去拜访阿纳布·巴纳吉。阿纳布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾经是英国最大的一家投资管理公司的董事长，如今是托尼·布莱尔的私人秘书。他聪明过人，魅力十足。在他带领下，我参观了唐宁街10号。徜徉在那些庄严富丽的房间和丰富的历史之间，我被这处绝妙的老建筑迷倒了。办公室和会议室里装饰着重要历史事件的老油画，主楼梯旁的墙上则向上顺序悬挂着历届首相的肖像，最下面的是诺斯爵士，画框都很简朴。整个建筑散发出威严而内敛的历史感与帝国气派。比起美国那永远自诩为宇宙中心的白宫和它那挂满新主人照片的西侧墙，唐宁街10号是如此不同。

带着伤心和失望回家

2003年5月6日：我回来了。纽约下着雨，阴冷、凄凉。在低垂的青灰色云层下，柏油路反射着微光。我们继续和一批批潜在投资人见面，但感觉他们的情绪不高。我们的心情也好不到哪里去。对于能募集到的资金的估计已经从乐观的高峰跌入谷底。到目前为止，不算我们自己投进去的钱，真正签约、敲定和交付的资金似乎很少，只有1亿美元左右。每个人都跟我们说，一开始的规模不重要。他们说真正重要的是我们拿到钱之后的表现。但这和Prime经纪公司最初的估计相差太远，他们原来认为我们开张时的资金能达到8亿美元。真会信口开河！看现在的形势，能到2.5亿就不错了。

今晚我在中央车站坐上8点11分的火车，刚过125大街站，火车不知为何停了下来。我的目光无意识地飘向窗外一片沥青球场。这是个沉闷的纽约之夜，孩子们在球场上抽着烟、闲聊、拍球。旁边的一角，一个十几岁的男孩正对着一只没有网的篮筐练习中距离投篮。两个梳着长辫子的女孩（我猜是他的妹妹们）在后面为他捡球。他让她们把球扔回给他，她们扔得轻飘飘的，东一个西一个，他总得跑来跑去地接，接到后再投。空气很闷，他好像流了不少汗。一会儿工夫，他已经连续投进去4个。我看得入了迷。这时火车启动了，就在他从我的视线中消失之前，又进一球。干得漂亮！我想，一切都会好的。

2003年5月15日：今天得到了更多的坏消息。两个我们指望会投大钱的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机构先后通知我们说，6 月 2 日之前不可能投钱进来了，各有各的理由。不过另一方面，摩根士丹利前董事总经理们的积极回应又鼓起了我们的士气。特别是一些多年老友承诺了巨额投资，这让我心里好受多了。今天我们雇用了谢尔盖，就是马德哈夫和我在伦敦面试过的那个俄罗斯小伙子。这样，我们的研究团队就算是成立了。

2003 年 5 月 22~23 日：这个周末，在田园俱乐部，6 个会员（其中包括我的几个老熟人）分别答应投资 50 万到 200 万美元。不过事后再一想，我的高兴劲儿就烟消云散了：假如我们的基金表现不好，我该如何去面对这些人？去年我的朋友约翰就遇到了麻烦。约翰是一个出色的价值投资家，但他把不少钱交给一位基金经理，那人掉进了陷阱。虽然不完全是自己的错，约翰还是分外自责。在他所在的乡村俱乐部，很多人都放了钱在他的基金里，他再也不好意思露面了。他又加入了很贵的普切斯高尔夫俱乐部，在那儿他不认识什么人，至少可以静静地练球。约翰是个认真的人。

2003 年 5 月 23 日：又是一个长长的星期，我们得作不少演讲。私人财富管理部门很尽职，替我们引荐的人非常多，但我的感觉是这些人各自投的钱不会超过 50 万或 100 万美元，没什么大主顾。作为我们投资大户的那家养老基金在条款和细节上为难起我们来，这尤其让人沮丧，因为正是他们去年 8 月份的鼓励才让我们最初萌生了发起基金的念头。

我和这家养老基金的头头很熟，而且替他管钱已经好多年了。他是个聪明人，是一位投资高手。2002 年 8 月的一天，我坐在他开着空调的办公室里仍然微微冒汗。我跟他说起我们的想法，拿不准他的反应会是愤怒还是支持。“我们会给你 5 000 万到 7 500 万美元，3 年不动。”他毫不犹豫地说。马德哈夫当时也在，我们离开时精神振奋。正是这个最初的承诺给了我们发起基金的勇气。而我们现在经历的失望则说明，募集资金的过程真是充满了意外——有时好，有时坏，有时只能怪时机不佳。你永远不知道最后得到的将是什么。

与此同时，资本市场表现不错，但这与我们无关，因为我们还坐在候补席上，无缘下场一展身手。或许到我们开张的日子，唯一能让我们宽慰的就是股市还算景气了。我的睡眠很差，西里尔的感冒也一直没有好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第七章
带着回忆和怀疑向前冲

"现在"永远是最难作出投资决定的时刻，永远是最难解开第三维和第四维秘密的时刻。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在我们真正拥有了金钱，真正开始投资。同时，过去的记忆时常浮现。我想你们会说，我是衔着银汤匙出生的那种人。我父亲是一位非常成功的职业投资家，曾任纽约银行的首席投资官和多家企业的董事。在我们3个男孩子年满18岁时，各自从父母那儿得到了一个价值约15万美元、包含有15只股票的投资组合。他们鼓励我们了解自己拥有的投资并提出问题。当我们岁数更大一些时，在晚餐桌上开始充满关于市场和经济的话题，但我对此兴趣不大。有一年，我父亲组织了一个家庭选股大赛。我们每个人选出5只股票。结果我的成绩最差，赢的是我母亲。她对股市一窍不通，只是选了那些生产她喜欢的产品或是她有好感的企业，比如说，让她赚了大钱的两只股票分别是宝洁和艾奥瓦电力公司（她是在艾奥瓦出生和长大的）。我对此厌烦透了。

自立门户

我上耶鲁时，虽然已是和平时期，但兵役仍是强制性的。我选择了海军陆战队军官培训项目。连着两个夏天，我在身体和精神上经受着折磨，总算熬了过来。1955年，我从耶鲁毕业，同时获得美国海军陆战队少尉军衔。在匡提科市的基础培训长达10个月，而且比上学时更艰苦。然后我就被派往冲绳岛，在一个步枪连里担任排长。那是和平时期，整个服役期间我从未听到过任何一声枪响。不过，我喜欢军事学校，也喜欢在海军陆战队接受的锻炼。1958年，我退役了，像许多年轻人一样无所事事。然后我进了华盛顿一家叫兰顿的预科学校，在那儿教英语，业余打打橄榄球，还梦想着写出伟大的文学作品。我并不留意股市，虽然也带着兴趣关注我的投资组合的成长。事实上，那时的我对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济学毫无热情。当时的美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁到我家来吃晚饭时，他和我父亲关于经济形势的讨论我甚至听都懒得听。

此时，我的二弟杰里米从伦敦经济学院读了两年书回来（他比我晚 3 年上的耶鲁），很快就在华尔街的“美国钢铁和卡内基养老基金”找到了工作。于是，突然之间，我被排斥在晚餐桌上的谈话之外，像个傻子。我也厌倦了橄榄球和退稿信，于是跑去找我父亲，跟他说我想做投资家。他让我把本杰明·格雷厄姆的经典大作《证券分析》从头到尾细读一遍，然后再跟他讨论。我认真读完了那本 600 多页的著作，画了重点，做了笔记，然后去见父亲。他接过被我折满角的书，又递过来一本，说道：“再读读这个。”他希望我打下价值投资的良好基础，并且理解投资是一项艰苦、折磨人的工作。

以优异成绩从商学院毕业后，我于 1961 年进入华尔街，成为赫顿公司的一名分析师。这时我的银匙出身又发挥出了威力：赫顿的董事长西尔万·科尔曼是我父亲的好友，而我的教父管理着当时最优秀的研究公司贝克·威克斯。他也给了我一个分析师的职位。我选择赫顿只是因为他们给的工资更高：7 200 美元（贝克·威克斯允诺的工资是 6 500 美元）。在 1964 年时美国只有一家对冲基金公司，也就是 A·W·琼斯公司。它管理着两只基金，总规模大约在 8 000 万美元。1949 年，艾尔弗雷德·温斯洛·琼斯拿 10 万美元的资本金创立了这家公司，钱是他妻子的。琼斯本人曾在美国的外交和新闻界混过几年，不甚得志。他认为自己很聪明，是天生的创业家。作为哥伦比亚大学的社会学研究生，他还发表过一篇题目拗口的论文：《生命、自由和财产：一个关于冲突和冲突中的权力之衡量的故事》。

20 世纪 40 年代，琼斯还只是《时代》和《财富》杂志的一名特约撰稿人。到 60 年代时，他已变成一个家财万贯、自命不凡的大人物。（人们始终叫他艾尔弗雷德而不是阿尔，就像没人敢管艾伦·格林斯潘叫艾尔·格林斯潘一样。）他的傲慢自有理由，是他发明了现代对冲基金的观念：使用杠杆对股票进行多头或空头投资的私人基金，积极管理其净多头风险，并收取业绩提成。我父亲告诉我，在 1929 年大崩盘以前，纽约也有不少使用杠杆的多头基金，但没有任何一家通过空头对冲来系统性地控制风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

早在20世纪20年代，在伦敦，约翰·梅纳德·凯恩斯就管理着一家宏观基金，那是一家多/空头基金。

然后，到了20世纪30年代，本杰明·格雷厄姆也管理着一只叫做“格雷厄姆-纽曼”的基金。他使用缜密的价值基础证券分析方法来选取主要行业中最昂贵和最便宜的股票，然后卖空并进行等值的对冲，但效果不甚理想，原因在于操作时多样性不足。此外，本杰明·格雷厄姆虽然是一名出色的分析师，却可能有点过于理论化，对价值投资的观念过分执拗。基金卖空的经常是行业内最好的公司，而买入的却是最差的。和同时代的很多人一样，格雷厄姆可能也对1929年股市大崩盘的惨剧心有余悸，因而不愿冒险，在使用杠杆时有些放不开手脚。

不知为何，艾尔弗雷德·琼斯并不认为自己是一名投资家，而是把自己看做创新家和伯乐。这一定位十分准确。20世纪60年代，投资界仍然死气沉沉，大量资金躺在各个银行的信托部里，管理资金的经理们已经不怎么跟得上时代。那时，并没有任何规则去解决分析师们面临的利益冲突问题。琼斯相信，只要抢先挖到信息，再拥有几名头脑敏锐、反应迅速的投资组合经理，他的基金就一定能打败那些愚蠢迟钝的银行信托部。他还认为，这样优秀的基金有理由向客户收取更高的固定管理费，并从赢利中提成20%。

他自己的公司拥有几名投资组合经理，但同时他也大量使用各个经纪公司中的研究人才资源。比如说，如果经纪公司中的某位分析师提出了一些好的建议，琼斯会让对方做出一个模型或是模拟组合来试运行。他会要求分析师在投资组合发生变动时与公司的三名投资组合经理之一联系，说明自己的想法。

作为回报，分析师的公司能够以共享佣金的形式得到慷慨的酬金，共享佣金的一部分直接进入分析师的户头，因为那时最优秀的分析师都为零售经纪公司服务并被登记在册。如果投资组合模型运转良好，那么该模型将被A·W·琼斯公司采纳，运用于实战，成为真正的投资组合，而公司可能会继续支付更高的佣金。对于分析师来说，这是一笔重要的收入来源，而且在当时的年代完全合法。投资组合的表现越棒，分析师拿到的佣金就越多。琼斯从未暗示过分析师们应优先为自己服务，他只是明确了一点：分析师们将因好建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直接得到报酬，公司想要的只是这些建议，而不是冗长陈腐的研究报告。此外，琼斯做事不留情面。如果你的组合模型不行，你就只有走人了。艾尔弗雷德·琼斯对业绩游戏了如指掌，同时也十分懂得通过研究提前获得信息的好处。

1966年，他告诉《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯，他开发出了一个在风险控制框架之下的交叉交易模型。我猜这是胡扯。琼斯的基本策略不过是通过支付佣金来提前获取信息，并雇用聪明的年轻人把这些信息的优势利用起来。幸好埃利奥特·斯皮策那时还兜着尿布。

到1964年年初，我已经在赫顿公司当了3年多的分析师。我的运气不算坏，说我真的走运也行，那时我不过是个年轻的商学院毕业生。琼斯是我父亲在哈佛晚一届的校友，不知怎么听说了我，于是邀我去他的俱乐部，和他的运营官一起吃午饭。他的公司名声还不太响，但正在飞速成长之中。从1955年5月创建开始，公司带给投资人的综合回报高达28%。当我们在餐桌前坐下时，他的第一个问题是："如果你在吃饭中间去上厕所，解手前会不会洗手呢？"

我张口结舌："解手之后洗，先生。"

他不高兴地看着我："错。你是一个常规思考者，而不是理性思考者。我洗手总是在解手前，而不是之后。"

他坐在那儿，看上去有60多岁，身材矮胖，眼睛近视，神态倨傲。他瞄着我的简历，如同我是他的一匹马驹。我曾经当过海军陆战队军官和参加过耶鲁橄榄球队这两点让他很兴奋。他对市场所知不多，所以对于我个人的兴趣不下于对我投资技能的兴趣。他尤其注意我对他那些古怪问题的回答。后来我才明白，他唯一真正关心的是手下的人能否为他赚钱，至于对我的出身和经历感兴趣，不过是因为他希望自己的公司在那些富有而高贵的客户面前显得更可信赖。吃甜点时，他让我替他设计一个投资组合。

1964年，我所设计的投资组合业绩斐然。我还和A·W·琼斯公司的初级合伙人兼投资组合经理迪克·雷德克利夫交上了朋友。迪克比我大9岁，也住在格林尼治。5年前琼斯先生说服他离开怀特·威尔德公司，成为自己的全职雇员。到1965年1月时，艾尔弗雷德·琼斯开始向我施加巨大压力，要求我离开赫顿，加入他的公司。我进退两难。一方面，我为琼斯设计的投资组合运转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得非常好。另一方面，我在赫顿的收入也很高，还在1964年年底时被提升为合伙人，而部分原因正是我从A·W·琼斯公司赚到了大笔的共享佣金。我知道如果我对琼斯说“不”，他会终止我们的合作，这将让我很难过，因为他们的佣金当时是我一半收入的来源。我喜欢对冲基金的概念，但不是特别喜欢琼斯先生。

过了一阵子，我跟雷德克利夫谈起我的烦恼。他笑着告诉我，他早就厌烦艾尔弗雷德·琼斯了，那个人既刚愎自用，又反复无常。那是春天的一天，我们出去吃午饭，我提出我们不如自己开办一家基金公司。雷德克利夫精神百倍，摩拳擦掌，建议地点就选在格林尼治。我父亲也支持我们，但语气生硬地警告我，战后的大牛市已经是强弩之末。“股票已经在太长时间里表现得太好了。接下来肯定是一个长达5到10年的熊市。”他警告着，“要作好思想准备。”我并不相信漫长的熊市真的会到来，心里想着，父亲不是太老了，就是还停留在20世纪30年代的思维里。

琼斯发现我们的计划之后怒不可遏。前一年，他的另一个投资组合经理卡尔·琼斯已经离开他成立了自己的对冲基金——城市合作基金。鉴于每个为琼斯工作的人（包括我）都享受着丰厚的报酬，他认为我们都应该心满意足并对他感激涕零。他立刻威胁说，要起诉雷德克利夫违反合约和偷走客户。

此后，在对冲基金的世界里，雇员离开亲爱的主人的故事一遍遍地上演。乔治·索罗斯、刘易斯·培根、朱利安·罗伯逊等“教父”级人物都对有才华的下属十分慷慨，让他们拿到大量提成。然而，这些大基金还是不断地损失着人才，尤其是那些才华最出众的年轻人。金钱只是诱使人们离开的部分原因，最重要的原因还是自立门户和自己做主的愿望。“教父”们让下属感到敬畏，他们的能力与自信促使他们牢牢控制着基金的管理权。老虎基金的朱利安·罗伯逊就深得下属的敬重与爱戴，虽然这并不能阻止他们离开他独自创业，但这些人会以罗伯逊的名义捐献奖学金并始终尊敬他。乔治·索罗斯的量子基金对投资者来说就像一个带着旋转门的大厅，大家想进就进想走就走。尽管乔治是一位深受尊敬的投资家，但也被认为是专横霸道的事后诸葛亮。不过，要求别太高吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开门受挫

1965 年 6 月 1 日，迪克·雷德克利夫和我开办了费非尔德合伙公司，起始资金 970 万美元，其中有我自己的 20 万。1965 年 5 月 30 日，道琼斯工业平均指数收于 912 点，16 年后又回到同样水平。所以说，我父亲的警告是正确的。到 1981 年时，经过通胀调整的道琼斯工业平均指数即使是加上分红后，仍丧失了其 1965 年购买力价值的一半多。这是后话。不管怎样，在 1965 年 6 月 1 日，雷德克利夫和我选出一些股票做多或做空，当天早上我们的资金就变成了投资。我们的理论是，有什么想法就要迅速去实现。到现在我仍然认为这是管理新资金的正确做法。但是当天下午，威望素著的美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁发表了一个悲观的演讲，把 1965 年与 1929 年夏天的危险形势相提并论。

就像如今一样，这样的讲话必定引起股市的疯狂抛售。当天下午道琼斯工业平均指数就下跌 45 点，我们一下午就损失了资金的 5%。整个 6 月，也就是我们发起基金的头一个月，我们总共损失了 6.3%，而道琼斯工业指数当月的损失是 4.7%。那个月，我们的多头头寸下跌了 6.7%，而空头只跌了 0.45%。有限合伙人们纷纷来电询问，焦急万分，有些人已经在问提前赎回需不需要交罚款。在 6 月最低谷的一天，我们的损失达到 10%。我确信自己已经完蛋了。在如此糟糕的一场表演之后，我想我不可能再在投资行业找到另一份工作。

而结果是，我们的第一年以 55%的增长而结束，同期道琼斯工业平均指数上涨 3．6%。那一年市场上不同股票的表现差异很大，我们做空了化学、制铝等一些基础工业企业和一些市盈率高达 25~30 的零售企业，同时做多科技和中型成长股。投资之神向我们微笑了，我们的空头下跌，多头上涨。接下来的 3 年我们同样表现出色，到 1969 年 6 月 1 日时，我们的基金增长已经超过 200%，而同期道琼斯工业平均指数的增长只有 4.7%。一位在 1965 年 6 月 1 日投入了 20 万美元的有限合伙人在支付我们的费用之后，得到了 54.3 万美元。我们管理的资金增长到 5 000 万美元，这在那时是个惊人的数字。我们觉得自己是天才。雷德克利夫买了一艘更大的帆船，我们引入了第三位合伙人约翰·莫顿。我把老房子拆了，开始盖一所大得多的房子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终于，洪水到来了。到 1970 年初，美国股市的投机性变得非常强。技术、计算机租赁、新时代成长股的估值都达到了天价。对冲基金如雨后春笋般诞生。销售员、交易员，以及形形色色你从未听说过的人都跑出来筹资，私人基金蔚然成风。1970 年冬末，熊市不期而至，重大损失集中在 1968 年和 1969 年曾飞速蹿升的投机型成长股票上。当时我们持有的多头是一些最好的新时代股，而空头是一些差劲的新时代股。我们还做空了一些所谓“漂亮 50”中的成长型蓝筹股，我们认定这些股票的价值被大大高估了。到 1970 年 5 月，我们持多头的成长型新股伤亡惨重，持空头的垃圾股却没有道理地表现良好，“漂亮 50”也是。

那是一个让人绝望的时期。我的新宅正建到一半，我们住在一套简陋的小房子里。我还记得那段时间，我每天凌晨 3 点像上了闹钟一样准时醒来，浑身冷汗，一边听着孩子们均匀的呼吸，一边为我的投资组合发愁。我们该把 Memorlex 的空头平掉吗？我们该卖出“数字设备”的股票吗？识读设备公司是一家真实存在的公司吗？宝丽来会一直下跌吗？那是我曾经有过的最痛苦的感受。它夜以继日地折磨着我。股票不行了，我眼睁睁地看着我们的投资组合完蛋，而且是腹背受敌。我在惊恐中度过了 4 月和 5 月。长期以来，我父亲一直不赞同我们那不入流的选股手段，他总是怀疑那些新时代股的真实性，警告我们不要过度投机。5 月底的一天，我到纽约银行去和他吃午饭。他对我表示同情，但当我说起市场不够理性时，他引用了约翰 · 梅纳德 · 凯恩斯的话来告诫我：“不幸的是，市场保持非理性的时间总比你能支撑的时间长。”“我建议你们控制损失。”他这样说。

我们侥幸渡过了难关，但 1970 年 5 月却成为我终生难忘的一课。当你管理一个投资组合的风险时，你必须时刻记住：灾难骤至的可能性永远存在。无论向上还是向下，市场都容易走火入魔。

光景好时，我们认为流动性永远不成问题。如果一个仓位情况恶化，我们总是可以迅速逃脱，把损失控制在最小。而那年春天，在混乱的政治和经济形势之下，我才认识到：**当市场崩溃时，不仅流动性烟消云散，而且价格的直线下跌使得所有的决策都可能带来严重的负面效果。**而这一切，我是付出了惨重的代价才明白的。我发现，**危机决策的诀窍便是“两害相权取其轻”**，而我父亲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来跟我说："在你的投资火刑里，你得到了一些经验，明白了杠杆的危险和止损的必要性，这是好事。不过，也别让这些经验过于困扰你。**别像马克 · 吐温笔下的青蛙那样，因为一次烫着就再也不敢接近炉火，直到被冻死。**"

大熊市——以及无底深渊般的恐慌

结果，1970 年 6 月 1 日结束的财年成为 1969~1974 年大熊市的第一个谷底。我们的合伙人中差不多有一半给了我们"黑点"，就像海盗船的船员在失去信心时给船长的黑点一样。在接下来的一个财年中，市场有了起色，道琼斯工业平均指数上涨 29%，我们的基金则上涨了 67%。也就是说，我们把头一年的损失都补了回来。但是，我们基金的规模缩水了。不难理解，很多投资者都因为不能忍受这样的动荡而撤了资。

此外，对冲基金也失去了以往的光环。1970 年到 1973 年，很多对冲基金溃不成军，它们实际上都是杠杆多头基金，因而损失惨重。其他一些基金参与了私募股权风险资本交易，结果随着形势的急转直下而完全丧失了流动性。那时的基金还有一种做法，就是以极低的折扣价购买上市公司的私募证券，这种证券附有一纸所谓的"投资函"。发行私募证券的公司通常很可疑，要么就是急需资金。几个月后，这些对冲基金会以市场价格来记录它们手中私募证券的价值，尽管股权是无法卖出的。过后，当投资人开始赎回时，会发现基金投资组合中的很大一部分价格虚高，而且根本没法脱手。直到今天，对冲基金涉足私募股权的趋势仍让我忧虑。

1972 年春天，摩根士丹利替我们从欧洲和中东募集到 1 000 万美元资金。在这家公司有我几个耶鲁的好友和格林尼治橄榄球队的熟人。那时候，摩根士丹利还只是一家高品质的小型投资银行，它与大银行的关系之密切令人难以置信。高级合伙人多少有些贵族化的优越感，但他们狂热地信奉一个信条：雇用最聪明、最优秀的人才。那时，摩根士丹利并不发表任何研究报告，也不屑于经手任何并购生意，自己也没有销售能力。为完成承销业务，它在全美组织了各种地方企业的理事会。大型通讯社逐渐成为它们的威胁，因为这些通讯社拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有广泛的传播能力，并且开始努力发展投资银行方面的专长。

1973 年是证券市场惨淡的一年。摩根士丹利也饱受痛苦的考验，它没有拿到任何承销业务。我的朋友，也就是那些年轻的合伙人们，希望拓展新的业务领域。他们认为，首要任务是培养研究队伍，同时组建一个机构销售团队，提高承销能力。我成了他们组建研究部和投资管理部的人选。1973 年 5 月，他们请我出任合伙人，给我开出了公司 3%的股权（相当于 30 万美元）和 5 万美元薪金的条件。我感到荣幸，接受了他们的提议。当我加入摩根士丹利成为合伙人时，公司共有 27 名合伙人、255 名雇员、1 000 万美元资本。1973 年和 1974 年，摩根士丹利的经营均出现小幅亏损。1974 年夏天，当时的高级合伙人鲍勃 · 鲍德温宣布了一条内部规定：所有旅行（包括国际旅行），都不能享受商务旅行的待遇。

我们的费菲尔德合伙公司经历了 20 世纪 70 年代的熊市生存下来，直到 1985 年雷德克利夫和莫顿退休前，基金都运转得很好。

那段时间给我留下了三段无法抹去的记忆，它们总是不断烦扰着我：一是 1965 年 6 月我们开业头一天，一下午就损失了 5%时，我体验到的恐慌无助；二是 1970 年那个可怕的 5 月我所感受的疲惫与绝望；三是 1974 年 9 月，股票日复一日下跌的恐怖气氛。2000 年春天，科技股日创新高时，那段时日的记忆又袭上心头，我仿佛看到了往事映在水中的倒影。

如今，我的思绪快进到 2003 年。我们对当前的股市看好，但同时也心弦紧绷，且看下面的记录。

2003 年 5 月 26 日：6 月 2 日临近，市场在继续攀升，我们感受的压力也越来越大。今天，我凌晨 3 点钟醒来，满屋洒着银色的月光，我心头烦乱，思忖着钱到手后该如何投出去。让我最感不安的是，每个人都告诉我们：头几个月不亏钱十分关键。这是一种不求有功但求无过的心态。拿到投资的资金，然后立刻亏损 10%，这种事被看做天大的灾难。然而另一方面，如果我们没能趁着股市反弹大赚一笔，人们还是会对我们不满，不管他们现在嘴上怎么说。经验告诉我们，正确的做法是照自己的步调前进，自己感到舒服就行，而不是玩儿花招做表面文章。我们都看好市场，所以我们一定会做巨大的净多头。今天，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们三人商量好，每人分头设计一个投资组合，要确定好具体的仓位规模，然后星期天下午碰头讨论。

2003 年 5 月 28 日：看来我们的初始资金会达到 2.7 亿美元，还不算摩根士丹利和我自己投进去的钱。都加上的话，能达到 3.9 亿。我们一开始指望的 5 笔大投资中只有一笔能够最后兑现，而且就连这一笔也只投了原来承诺的一半。其他投资落空要么是因为法律原因，要么是因为时机不对。而另一方面，也有一些惊喜。一家伦敦的组合基金投进 4 000 万美元，成为我们最大的投资者。奇怪的是，我们甚至想不起最初是怎么跟他们作介绍的。募集资金的全部经验告诉我们：刚作完介绍后的那股兴奋劲儿转眼就会消散，也什么都说明不了，更不要指望什么。想到有那么多朋友投钱进来，我既高兴又担心。

2003 年 5 月 29 日：我早早就醒了，听着窗外的蛙鸣声，开始为投资组合揪心。在整整 3 个月的股市攀升后，我们该怎么办？我继续思考着我所设计的开门组合。靠我们的投资风格和手段，几年后我们会创造相当不错的回报，这一点我很有信心。不管怎么说，我们都是老手。但让人担心的是，我们的生死取决于头一年，或者说是接下来的 7 个月——直到年底。在这么短的时间里，什么事都可能发生。我们不一定走运，有可能出师不利。如果在头一年剩下的时间里表现不尽如人意，基金估计会缩水一半，那样就必须连续数年交上漂亮的成绩单才能重建我们的威信并吸引到新的资金。谁知道到时候我们三人能否携手渡过难关？我几乎已经能想象到所有讥讽的评论。最后一条坏消息是：因为一些讨厌的法律要求，我们的大型养老基金在 6 月 1 日无法注资进来了。西里尔的感冒还不好，今天作一场投资介绍时他还弄丢了东西，不知是不是神经紧张的缘故。股票的涨潮直冲到周末，我们只能袖手旁观。

2003 年 6 月 2 日：星期六，我和山姆在格林尼治打了网球。山姆是个年轻人，管理着一只小型科技对冲基金。星期天我又和菲尔打，他开办自己的对冲基金已经好几年了。山姆聪明、有悟性，而且工作努力。他每周要和 5 到 10 名科技企业的管理人员见面谈话。他说，这些企业的订货量还是不见起色，他开始卖出一些股票。以前他是一名新兴市场投资经理，在俄罗斯恐慌之后转行投资科技股。我跟他说，他这是才下刀山又入油锅。他对于新兴市场投资有不少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高见，比如说，“强龙压不过地头蛇”——到头来做得最好的总是本国投资者。在政治事件引发的大恐慌之后，地头蛇们高高兴兴地从外国人手中接过价格已经触底的股票。可你要指望以后股票升值时还能卖给他们，那就是做梦。要想在新兴市场上获得利润，唯一的办法就是以更高的价格卖给比自己更傻的外国投资者。

菲尔这个投资老手看好股市。有人被过去的经历和失败吓怕了，但菲尔不会！赛完网球（他赢了）之后，我们在阴凉地坐下。他告诉我他是自己基金的最大投资者。在饱受折磨之后，他得出结论：**管理基金时的心态应当是把所有的钱都当做自己的。也就是说，不要为了取悦基金的股东而刻意去做什么，做一个单纯的投资者就好。**我觉得这是高论，就在不久前，人们还在劝说我们稳妥为上，头几个月要保证不亏钱。而我看好股市，正打算大干一场。菲尔的心态就让他抓住了机遇，今年他的基金已经赚了25%。

菲尔是个敢想敢干的人。2003年1月，在经历了两年的坏年景之后，他提高了他的固定管理费。他跟投资者们说，他离“水位线”还差那么多，必须靠提高固定管理费才能留住他最好的分析师。如果他拿不出足够的薪酬，分析师们就会跳槽到其他不低于“水位线”的基金去，在那些地方，如果2003年表现良好，钱是不愁的。一些客户走掉了，还跟他说：“你在前几年景气时挣了几百万，所以应该自掏腰包养活分析师，而不是打我们的主意。”然后，菲尔拿全部资金孤注一掷，做了一个巨大的净多头。如今他可赚饱了。他真的是拿基金当自己的钱。

说到“水位线”，有必要解释几句。对冲基金除了固定管理费还收取20%的利润提成。如果某一年基金亏了钱，那么在下一年基金经理就无权提成，直到上年的损失被补回来为止。这就是所谓的“水位线”。对菲尔来说，在连续亏损两年之后，他有一大笔损失需要填平，在此之前他和他的手下都拿不到业绩提成。这种规定实际上会鼓励那些亏损的基金关门了事，再改头换面新发起一只基金。我觉得，在这种情况下关闭基金另起炉灶有点不道德，它违背了与投资者所签合约的基本精神。

然而，有些精明的投资者想法却完全不同。如果某个过去有着良好记录的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金经理失手亏损，掉到了“水位线”之下，关闭了基金，又重新发起新的基金，他们还会给他投钱。他们的逻辑就是：“回归平均值”的理论对任何事物都适用，对基金经理也是一样。此外，他们还认为一个人想要东山再起时会分外卖命。出于同一逻辑，他们认为“花无百日红”，可能会从连续几年表现优异的基金里抽出钱来。我的一个朋友杰夫就遇上了这样的事。他的业绩一向良好，最近两年更是连续增长 40%。结果怎么样呢？有的投资者竟然撤回了资金，因为他太出色了。杰夫并不在意，他手里的资金多的是，但心里仍旧不舒服。如果一只基金不像杰夫的那样强大，可能就要遭殃了。做得不好会遭受赎回之苦，做得太好也会。

闲话少说，今天下午我去了纽约。我们的办公室在洛克菲勒广场 1 号的 4 层，是一个临时的办公空间，我向我的朋友约翰 · 列文租的。那个地方黑暗、肮脏、古旧、破败。会议室里的地毯散发出霉味，每次进去我都喘不过气来。不过，马德哈夫、西里尔、道格和我各自的小办公室都拥有宽大的玻璃窗，高于树顶一点，直接俯视着下面生机勃勃的广场。窗户可以打开，广场上乐队和歌手的声音飘送进来。多年来我们被密闭在高耸入云、不接地气的办公室里，现在，这样新鲜的空气和嘈杂的市声是多么惬意。或许我们该和着音乐跳上一段。

（后来的情况是，在开业的头一年，我们就不得不搬了 3 次家。每次环境都有所改善，最终落脚的地方虽算不上奢侈，却也非常舒适，而且拥有第五大道的绝妙视野。可惜的是，我们的投资业绩和环境成反比，最出色的成绩是我们在那个破旧、发霉的 4 楼创造的。）

我到办公室时，大家已经都在了，包括我们的交易员菲尔、几名分析师，还有办公室主任苏珊娜。当时的气氛让我想起体育大赛前的更衣室。你在担心一出场就吃个大败仗，但此时已是骑虎难下，只有上场去拼了。不过，说着容易做着难。下午晚些时候，西里尔、马德哈夫和我在会议室开了几小时会，把我们各自准备的投资组合拿出来作比较。我们的选择惊人的相似，不知这是好事还是坏事。

然后，我们 3 人到洛克菲勒中心一家便宜的意大利餐馆去吃晚饭。我们要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了一瓶像样的基安蒂红酒，我举起杯庄严地说道："好吧，这要么是一个开始的结束，要么是一个结束的开始。"西里尔说我的祝酒词一点也不高明。等基安蒂红酒开始发挥作用以后，我感觉我们是一班兄弟，正要并肩投入战斗。战斗就是战斗，我们的敌人是市场，是全世界。

我有一位正在投资战役中挣扎的老朋友，鲍勃·法莱尔，他也是我所认识的最优秀的技术人员，对于市场历史和神秘性的把握让人叹服。鲍勃用电子邮件发来了一段话，引自一本不出名的旧书（巴尔尼·温克曼的《华尔街10年》）。我把它打印了3份，在餐桌上分发，人手一份。

> 在投机力量的撞击中，情绪所扮演的角色已经偏离了商业和行业的常轨。如果不重视这一点，就无法充分地解释股价脱离其商业环境的现象。在华尔街，"中庸"这个词并不存在，因为投机机制注定一切行为都会过度。就算是在幻想的高潮和失望的深渊过后，人们恢复性的反应都会过激，比正常的商业趋势波动更大。人们若是只想把股票变动与商业统计挂钩，而忽略股票运行中的强大想象因素，或是看不到股票涨跌的技术基础，一定会遭遇灾难，因为他们的判断仍是基于事实和数据这两个基本维度，而他们参与的这场游戏却是在情绪的第三维和梦想的第四维上展开的。

这个作者，不管他是谁，都是个明白人。金钱游戏是在第三维和第四维上玩儿的。

天太晚，我已经没法回格林尼治，于是跟马德哈夫去了他的公寓，吃过安眠药，在他的书房沙发上将就了一夜。明天将是极为艰难的一天，要让那么多新到手的钱运转起来，其结果是如此的胜败攸关。但这就是投资生涯，这就是它恼人的本质。

"现在"永远是最难作出投资决定的时刻，永远是最难解开第三维和第四维秘密的时刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第八章
刺猬有各种大小和形状

在成功投资家的排行榜上没有哈姆雷特的位置，因为他们的表现不是以任何人性化的标准来衡量的，而是完全反映在硬性的量化标准上。成者为王，败者为寇。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

整个星期平淡无奇。我们的办公室里人流不息，各式各样的战略师、经济学家、分析师被人带来，向我们推销各自的服务。我们听了他们的介绍，有的挺有意思，甚至十分诱人。但关键是，他们所冒的风险并不像我们这样。他们总是口若悬河，因为若是说错了，随时可以改正。我们可没这种福气。你总不能把业绩报表上的数字涂改了事。对我们来说，最聪明的办法便是和那些本身也是职业投资家的人交流，当然这些人得记录良好，同时又多年深得我们信任。他们可能不会告诉我们他们业务的全部真相，但至少他们和我们玩儿着同样的游戏，冒着同样的风险。

成为一名投资家，替别人掌管金钱，这对于许多对自己的智力充满自信的男男女女很有诱惑力。投资家典型的素质包括：求知欲、好赌的天性，以及凭借不完整的事实作出艰难决策的能力。在成功投资家的排行榜上没有哈姆雷特的位置，因为他们的表现不是以任何人性化的标准来衡量的，而是完全反映在硬性的量化标准上。成者为王，败者为寇。不知为何，对冲基金投资尤其吸引着一些持有清晰世界观的巴洛克式人物。下面就是一些我曾交往的投资家。

“做一只猪需要勇气”

蒂姆

今天蒂姆来吃午饭。我们深感荣幸，他是对冲基金业中一个不折不扣的奇迹。蒂姆大约55岁，清瘦、英俊、深色头发。他说话带着不明显的英国口音，显得沉着冷静，举止文雅而迷人。蒂姆在肯尼亚的一个咖啡种植园长大，现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还是那里的主人。他的教养和学问都很好。虽然他现在不再公布业绩，但我们知道他做得很出色。蒂姆的投资组合如此集中，又使用了如此高的杠杆，使得他的业绩波动巨大。但这又何妨？如果你是一名长期投资者，你会更乐意接受一个高波动的25%的五年复合收益率，而不是稳稳当当的10%，但前提是你得经得住起起落落，并且在坏年景里避免焦躁。

蒂姆在伦敦郊区一个树木葱茏的小镇上拥有一间安静、宽敞的办公室，里面满是古董家具、精美的东方地毯和瓷器。他只有一个秘书。我猜他管理的资金超过10亿美元，可能有一半是他自己的。在他美丽的18世纪齐本德尔式写字桌上放着一块小牌子，上面刻着“Totis porcis”——意思是“完整的公猪”。还有一只小小的瓷猪，写着“做一只猪需要勇气”。我猜正是在上面刻字的人——斯坦·德鲁肯米勒——送了他这只小猪。**为得到真正的巨额长期回报，你必须做一只猪。猪绝不会把吃进嘴里的食吐出来，你也得守住能赚钱的投资，不要急着跑掉，直到真正赚足为止。**

蒂姆是个全球宏观投资者。他研究世界形势，寻找投资机会。他关注的是资产类别、国家和主要股票大类。2003年6月的一天，他来到我们办公室，那时他持有的多头包括日本银行、俄罗斯股票、国库券、欧元和韩国股票，同时在美元上持有巨大的空头。他做空的还有欧洲和美国的食品饮料等主要消费品股票。在他信心不足时，他会减少杠杆和下注的规模，他把这称做“靠岸”。

蒂姆的风格与惯常做法完全相反，他大幅使用杠杆，投资高度集中，而且不拘一格。要像他那样使用杠杆，必须具备钢铁般的意志和强大的自信。杠杆意味着波动性，也意味着犯错误的余地小得多。比方说，像蒂姆这样的人给自己的基金用4倍的杠杆易如反掌，但这也意味着，如果他的投资组合损失了10%，他的资本实际就要损失50%。要知道，一旦你的损失超过20%就很难再恢复元气，因为此后你只能靠少得多的资金翻本。假设蒂姆头一年亏了10%，也就是实际损失50%，第二年又赚了10%，那么两年加起来仍旧损失25%。在同样情况下，未加杠杆的基金总共的损失则只有1%。更不用说每次你的基金跌幅超过20%时，你几乎总是会晕头转向，失去思考的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

蒂姆觉得，正是来自客户的压力害苦了对冲基金。迫于这种压力，基金不得不时常思考如何避免自己的净值在每个月底呈现缩水。结果是，人们开始设定止损线，运用各种风险控制机制，由这些机制自动地替他们作出投资决策。这类决策多数都是坏决策，让人变得随波逐流。结果，这些人成了一些要素驱动的短线投资者。蒂姆认为，这就给那些勇于使用杠杆、乐于接受风险，并且在头脑中存有长期观念的投资者创造了机会。“要接受风险，要专注。”他说道，“多样化是业绩的敌人。”

蒂姆还有一个有趣的观点。他谈道：“管理投资组合是一种个人行为。对我来说，找合伙人是行不通的。因为最终，在无眠的深夜里作出买卖决策的只是一个脑瓜而已。”团队就意味着妥协，它作出的决策一定赶不上某个孤注一掷的个人。他说道，他自己也经常作出错误的决策，但至少决策的机制是正确的。

你要是想投资于蒂姆的基金，必须得完全信任这个人，还得学会对他造成的巨大波动安之若素。2002 年他的基金跌去了 20%，在 2003 年又涨了超过 100%。2004 年的某个时候，他增长了 18%，最后这一年以增长 40%收尾。我猜想一定有几位大投资者长期以来坚定不移地支持着蒂姆，他甚至不屑于接听有投资意向的组合基金的电话。他每年写两封信，每次一张纸，说明他的想法。一张纸，真的就是一张纸！他每周在一个加密网站上公布一次他的资金净值，这样他的投资者们就能知道他的表现如何——若是他们有此雅兴。

除了少数几个人，任何策略师和分析师都别想找到蒂姆。但他乐意和其他基金经理或是企业老板交流。我猜他也不怎么读华尔街的那些研究报告，但他确实会留意相关的图表。当我问起他是怎么获得那些投资主意的，他先是呆住了，不知如何回答。思考了一会儿之后，他说，他的诀窍就是依赖长时间积累起来的知识基础。然后，当某些事件或只言片语的新消息出现时，他的思维程序马上会被触发，突然之间就发现了某个投资机遇。这种事不能强求。你必须得耐心等待灵感的到来，如果它不来，“就靠岸”。

蒂姆通常持有 10 个仓位，他认为，获得卓越业绩的正确方法是在你真正有把握的地方下大注。然后就把大量精力投到上面，密切关注这些投资。最近，他告诉我他有 3 个仓位：他在做空美元，仓位的规模是他总资产的 3 倍；他有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

超过总资产一倍的仓位在日本，一半在银行，一半在日本Topic指数；此外，他还有相当于资产两倍的仓位在两年期美国国库券上。有时他还会持有某些国外资产，好比现在他就拥有一家朝鲜银行的股份和一家圣彼得堡的商业房地产公司的分红。那家朝鲜银行的股份是以账面值 1/3 的价格出售的，而那家房地产公司的收益率是 15%。

他不停地旅行。他是个好奇心很重的人，他的工作方式更像是个秘密代理人。比如说，蒂姆持有俄罗斯和日本银行的重仓。他并不满足于常规的商务会议，也不满足于只和莫斯科及圣彼得堡的官员见面聊聊。事实上，2005 年他在西伯利亚泡了一星期，参观俄罗斯的石油企业，累得筋疲力尽。他这么做是因为俄罗斯经济的一切都与石油关系密切。至于日本银行，他则使用了一系列非常规的资源，我知道他与两家银行的高管签有长期合同，一年他要去东京四五次。

就像我前面说过的，蒂姆认为投资管理是一种独立、孤单、恼人的工作，而密切的人际关系只能让你分神。你的关注点必须完全放在投资组合上，对世界和市场保持机警，随时伺机而动。你的目标是业绩，而不是建立一家长盛不衰的公司或是培养出优秀的年轻宏观分析师。而在我认识的其他对冲基金经理中，几乎所有的成功者都希望创建起一个能够传承、能够在自己离去之后长久生存的公司。这一点经常困扰着他们，成为他们的滑铁卢。

蒂姆一定是个非常富有的人，但他丝毫也不招摇。他在伦敦有一处住宅，在肯尼亚有一片咖啡种植园。这就让人想不通：为何蒂姆还要以如此极端和紧张的方式来管理金钱？为何他还要疲惫不堪地奔波在日本、俄罗斯和印度之间？那些地方并不是什么洞天福地。他没有合伙人来分担焦虑，而他业绩的波动又是如此之大——即使是对于有着钢铁般意志的人物，这样的波动也一定是让人伤神的。时不时地就听到风传，说蒂姆正面临大额保证金追加，马上就要顶不住了。当然，传言一直没有成为现实。

我唯一能想到的答案就是他热爱高风险的投资，而且我知道，他认定这是管理金钱的正确方式。他一定也喜欢旅行。这个安静、清苦、绅士的男人一定是享受着投机成功的刺激与兴奋，也能够顶得住风雨。如果你是一名对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的投资者，你更喜欢在5年后得到什么呢？有风险的20%~25%复合增长还是稳稳当当的10%~12%？

胡子先知

文斯

我有个老相识叫文斯，下面这篇小文写于2005年夏天一次和他吃晚饭之后。

初识文斯是在20世纪70年代末，那会儿他是当时最大的对冲基金的首席交易员。如今的他已经退休，经营着自己的对冲基金。他对市场的感觉十分老到，我从未把他仅仅看做一名交易员。事实上，他更善于高瞻远瞩、把握大局，而不是在蝇头小利上蝇营狗苟。没有人是完美的，但他的确拥有若干完美的长线投资。我还可以举出一些经常向文斯讨教的投资巨人的名字。1973年他盯牢了“漂亮50”；1980年他谈论着石油泡沫破灭、利率高峰，并认为罗纳德·里根会带来通货紧缩。他也犯过一些大错误，尤其是在日本。在投资科技股上他则比别人起步都早。他不是那种能轻易改变想法的人。如今，文斯经营着自己的小型对冲基金，钱大部分是他自己的，剩下的来自一些对他充满信心的好友。

有些人觉得文斯是疯子，或许他是有一点疯狂。

有人叫他“胡子先知”，我相信这是因为他总能预见到一些似乎超乎情理的未来趋势和别人意想不到的金融和社会事件。他大量阅读历史作品，是保罗·约翰逊及其“意外结果”论的追随者。当美国国库券的利率还是15%时，文斯说它至少会下滑到5%。当道琼斯工业平均指数股票以9倍市盈率销售时，他说市盈率会达到25倍。在那时，我认同他所说的大方向，但觉得他太夸大其词了。

文斯说话很快而且热情洋溢，笑起来很大声。我说不清该把他看成技术人士、历史学家，还是神秘主义者。他是希腊人，一个流亡移民，同时沾染了地道的纽约习气。他从未上过学，时常以故意显示没教养为乐。一次，他走进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家豪华酒店的鸡尾酒会，大声对钢琴师说："弹几首毕加索，伙计。"钢琴师愕然地看着他，他又说："算了，那就弹几首伦勃朗吧。"他胡须浓密，却对吻颊礼坚持不辍，和他见面或道别总要受一场针扎的考验。如今他不住在纽约，但今天突然打来电话，说有事要跟我谈。然后他开车来了，我们一起去吃晚饭，选的是一家光线幽暗、价钱昂贵的法国餐馆，连侍者都个个带着敏感而高贵的表情。

文斯认为自己在社会和金融变革方面可称先知。他相信，从长远来看，价格和社会价值将围绕着一个核心价值回归平均值，但人类天生容易被感性因素所左右，因此倾向于打破常规，从而引起巨大的动荡。在一个由电视和互联网搭建起来的沟通无障碍的世界中，人们的非理智因素更容易相互感染并被迅速放大。20 世纪 90 年代的异常行为到现在才开始真正显露出结果，其副作用将导致社会和金融行业的变革，从而破坏一大批人的纸上财富，引起社会形态的变化。文斯的宗教情结浓厚，开始跟我引述起了《传道书》：

> 凡事都有定期，天下万务都有定时。
>
> 生有时，死有时；栽种有时，拔出所栽种的也有时……
>
> 哭有时，笑有时；哀恸有时，跳舞有时……
>
> 寻找有时，失落有时；保守有时，舍弃有时；
>
> 撕裂有时，缝补有时；静默有时，言语有时。

"对美国来说，这是一个厄运降临的时刻。"文斯说，双眼在浓密的眉毛下闪出幽邃的光，"哭泣之时、失落之时正在到来。华尔街和企业界的严重腐败和贪婪在资本主义的金井里投进了毒药。通过电视和互联网，全世界的人们都知道了资本主义和全球化是邪恶的制度，只能使富人更富、穷人更穷。他们知道在过去 20 年里，CEO的薪水从普通工人的 43 倍涨到了平均 531 倍。谁知这是不是真的，但人们相信它是真的。"

文斯把烟喷到我脸上（是的，他还在抽红盒万宝路）："如今，投资者们都清楚会计师也会腐败，而身为美国资本主义偶像的那些公司所报告的赢利完全被它们的英雄CEO们操纵着，这样他们才能执行他们的股票期权。就连一些最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

优秀的公司也在作假、雇用会说谎的会计师。经纪人成了替罪羊，被扔向狼群。至于华尔街，投资者们以前就知道它是个大赌场，但至少过去把它看成公平的赌场。如今，大家开始明白这里充满害人的骗局和陷阱。一两年之内人们是不会忘掉这些伤口的，这些印象造成的负面影响将长久存在，难以平复。”

“是啊，”我说道，“不过你说的这些在电视上和报纸头版上已经被报道得太多了。这就是股市连跌了 3 年的原因啊。这不是什么新闻了。”

文斯发出他典型的大笑。“没错，”他说，“可副作用还只是刚刚出现而已。在有史以来最大的牛市期间，标准普尔 500 指数的复合增长率达到 17%，股票共同基金的投资者每年的收益率却只有 6%，原因就在于他们总是在股价处于顶峰附近买入热门的股票。如今，很多股票共同基金已经从它们的最高位跌去了 50%，技术股共同基金更是跌掉了 70%。《纽约时报》的格雷钦 · 莫金森发起了一场对投资管理公司、投资组合经理和基金总监的讨伐战。这还只是个开头，集体诉讼律师们会继续寻根究底，直到挖出更多的黑幕。他们会拿到大钱，然后赎回风潮就该开始了——现在连开始都还不算，要重新建立信任至少还得一代人。别忘了在 20 世纪 70 年代，美国共同基金的资产从最高点跌掉了 50%，日本共同基金在 1990 年到 2000 年间损失了资产的 90%。漫无尽头的大熊市只是刚刚揭幕。

“养老基金也要遇到大灾难。那些老老实实交了一辈子钱的人会陷入绝境：这些养老基金已经成为定时炸弹。这就是泡沫的后遗症。对银行家和经纪人的官司打也打不完，他们有的人会被迫吐出大笔的钱，他们手里的股票会被折价出售，直到他们变成穷光蛋。”

我打了一个颤，想起我的摩根士丹利股票。“我能理解，”我说，尽量让语调显得平静些，“但只有股市再跌很多才可能出现你说的这些情况。股价一崩，什么坏事都跟着来了，什么都可能发生。不过，沃伦 · 巴菲特不是说过吗：和美国打赌永远别想赢。”

“巴菲特已经是个老‘托儿’了。”文斯答道，“股票还会跌好多的，它们现在还是太贵了。美国经济发展会有很多年都快不上去：债务过高，储蓄过低，退休计划不合理。下一个爆发大灾难的将是住宅房地产市场。人们在借短期债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务做长期投资，靠浮动利率按揭重复融资。当短期利率上升时，债务负担将会飞涨，房屋的价格会下跌，这样消费者不仅资产减值，可支配的收入也会降低，真是雪上加霜。这就叫‘文明衰落’，是大衰退和美利坚帝国崩溃的前兆。”

“还有一个泡沫也快破灭了。在联邦房屋贷款公司的支持下，现在的房价每年涨 7% 到 8%。从公园大道到贝弗利山，从南安普敦到阿斯彭，那些豪宅都会跌价的。在历史上的每次金融泡沫破灭之后，纸上财富都会大量蒸发。它们来自于空气，也注定像风中的雾气那样迅速消散。去年，东京高档公寓的价格已经从 120 万美元均价落到了 25 万美元。还记得在 20 世纪 30 年代吗？艺术品的价格跌掉了 80%，连东方地毯也变得特别便宜。这些后续效应总是相似的。这次又凭什么会不同呢？这些副作用发作需要一段时间，可能是好几年，尤其是当央行大幅削减利率使得流动性泛滥成灾的时候。这些事情没法避免，顶多只能被延缓。3 年之内，美国经济就会陷入衰退之中，标准普尔 500 指数会跌到 500 点，美国会发生革命，那将是德国在 20 世纪 30 年代那样的法西斯革命。”

“文斯，你又钻牛角尖了。”我笑着，“你已经预测了 9 次大熊市，实际只发生了 3 次。世间不一定总有那么多神示。美国的社会经济体系是有史以来最灵活、最具适应性的，当局还拥有许多财政和货币武器，不会傻傻地坐视美国经济崩溃。20 世纪 30 年代美国和 20 世纪 90 年代日本的那种大衰退不仅是泡沫破灭造成的，它们的根源都在于重大的政策失误。就算联邦政府再次犯错，我想最坏也就是造成经济停滞，不至于是大衰退。”

“太晚了！我还没说恐怖主义造成的经济影响呢。还有天花、核爆炸、商场里的自杀性炸弹……”

“我可以想象。那你打算怎么做呢？”

“我在纽约银行的保险箱里存了 5 万美元金币。不过我现在正在考虑这事。大型恐怖袭击可能会破坏纽约银行的地窖，这样说不定我连金子也拿不出来了。还有，这些大银行简直就是些娼妓。另外，到时候乱成一团，就算我能进地窖，也说不定金子会被人抢了。所以说，最好的对冲就是一把来复枪、一些罐头，还有一个在新西兰的家。”

最近我又见过文斯一次，他的观点没怎么大改。他承认他预测的时间太早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了，但那一切是必然发生的。我为什么要听文斯说这类话呢？首先，因为我们必须对最坏的状况保持警觉。我们至少需要脑子里留着这根弦，这样一旦灾难真的发生，我们能有所准备，有所行动。一次文斯跟我说："你们这些天真的美国人一直生活在一个千载难逢的黄金时代，你们什么事都没经历过。我们这些欧洲流亡者的孩子则比较清醒，我们知道世界上总会有预料之外的灾难发生。"另外，他在一些大事上预测得非常准，而且话语中有不少真理。20 世纪 30 年代的大劫难再度发生也并不是完全不可能。有时，我也会考虑弄一点金子存着，但转眼就忘到了脑后。黄金是一种收益为负的投资，没有什么明显的投资价值。它的价格主要取决于恐惧——对通胀、战争和纸币贬值的恐惧。

对我来说，文斯的话不过是些背景音乐。自从我成为投资者的第一天起，我就告诉自己可能会遇到一些不确定的祸患，比如战争、瘟疫、金融衰退。还有一些微乎其微的发生大难的可能性，就好像"9 · 11"和禽流感，但不能以此为基础来管理金钱。

朱利安的伙计

那是 2003 年夏天的一天，我和家人坐着朱利安 · 罗伯逊的飞机去太阳谷玩儿。

朱利安是我的好友，多年来他运营着史上最成功的对冲基金——老虎基金。如今他替自己管钱，同时也培养对冲基金新秀。换句话说，他把钱投给他所了解的年轻聪明的基金运营者，一般每笔 1 000 万到 2 000 万美元，并且让他们在自己的办公室里落脚。他从他们的基金管理费中提取 20%，作为向他们提供办公场所和其他基础设施的费用。他还努力创造出良好的氛围，好让这些小老虎们相互激发灵感，而这正是朱利安所擅长的，因为他是这么一个又开明又和善的人。

在朱利安的飞机上还有他新提携的一个小伙子，那家伙 30 岁出头，自信、外向，很有魅力。他在哈佛上的本科，又进了哈佛商学院。此后，他的整个职业生涯就与对冲基金联系在了一起（他的妻子还是另一家对冲基金的兼职交易员）。一开始他在另一家基金工作，那家基金是原来从老虎基金出去的一个人开办的。再后来，在朱利安的帮助下，他自己也发起了一家基金。在 2000 年到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2002 年的熊市期间他取得了增长，如今，据朱利安说，大家都忙不迭地把钱托付给他。

这家伙经营的是一家多空头市场中立基金，规模大约在 5 亿美元。市场中立是指根据波动性调整长短仓位，把自己的市场风险暴露保持在极低水平。也就是说，他们可能在波动调整后做资产 80%的多头和 60%的空头，这样他们的净敞口就只有资本的 20%。他手下用着 7 名分析师，这些人死死瞄住了一些中小型公司，把它们了解得清清楚楚。他们做空那些他们认为有浮夸或是在耍手段骗人的公司，然后做多那些他们认为价格合理或是拥有实在商业计划的公司。他告诉我说，现在他们做空了 70 只股票，做多了 30 只。他所说的那些公司的名字我多半都没听说过。但是，今年他们业绩不行，已经跌掉了几个百分点。

他非常健谈，也不避讳什么。他接着告诉我，2003 年第二季度当标准普尔 500 指数上涨 10%时，他手上有 35%的净多头。那一个季度，他的多头上涨了 11.5%，空头上涨了 24%，最后他赚了 2%。如果他们做空的公司那么差，为何还会上涨那么多呢？他说，并不是因为他的分析师失误，而是因为有太多的人在挑选公司做多或做空，大家彼此碍事，当很多人都需要对空头做出平仓时更是如此。分析师只能分析企业的基本面，却无法判断这种市场行情。他还说，这么多分析师已经让他有些应付不过来了，他已经成了一个分析师管理员，而不是负责选股的投资者，他觉得后者才是他想做也最擅长做的。和他谈话真是有意思。

沙里淘金

塔勒波

今天，我爬到了 3 200 英尺高的巴尔德山上，在爱达荷州静谧的空气里思考我们的投资组合。当你想远离人群和深入思考时，最好去山里。其实，一个人待在这种地方，也很难不好好思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或许对于投资者来说，需要克服的最大问题就是持续不断的小道消息和权威意见。小道消息无处不在，多半是空穴来风，对投资决策起不到什么帮助。权威意见则来自那些有地位、有分量的人物，这类人物不在少数。**投资者的一个艰巨任务就是对这些海量的信息进行筛选，提取出真谛。真谛能带给人智慧，而智慧又会变成业绩——人们唯一关心的东西。**如果你口才流利，外表聪明，或许会是一种不错的公关资本，但说实话，我们的投资者才不在乎我们是不是口齿清楚，他们在乎的是数字。筛选信息变得越来越难了，因为在当今这个网络时代里，你能获取的信息和观点都成倍数增长。

小道消息和权威意见都有损于你的投资健康，它们的传播量极大，很多时候别人向你散播这些信息也是好意。作为一名投资者，我每天都得应付它们。有个叫纳西穆·尼古拉斯·塔勒波的，写了本《成事在天》，谈到了许多关于小道消息和权威意见的观点。**塔勒波的主要观点之一就是：聪明人听到真谛，而傻子只听到噪音。希腊诗人斐洛斯特拉图斯说："上帝感知未来，常人感知现在，智者感知近前。"**一个更近代的希腊诗人C·P·卡瓦菲斯则写道：

> 在深思中，传来万物隐秘的声音，他们凝神倾听，街上的人们却一无所闻。

我只见过塔勒波一次，是在麦迪逊大道。《成事在天》的作者介绍里说，塔勒波是Empirica资本公司的创始人，那是一家"危机狩猎对冲基金公司"，不太清楚是什么意思。《成事在天》是一部严肃、充满智慧的作品，值得认真研读。书里有些部分显得有点居高临下，仿佛作者独得了投资圣杯之秘，那种睥睨世界的口气可能会让人不快。但不管怎样，里面的不少观点是出色的。比如，他用这样一个例子来说明噪音和真谛的区别。

> 假设有一个出色的投资者，可以挣到高于国库券15个百分点的回报，每年的波动率是10%。标准方差分析证明，在100个样本中，大约有68个样本的最终回报率会落在+25%和+5%的区间，而95个样本会落在+35%和–5%的区间。实际上，在每一年中，这名投资者都有93%的可能性获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高于国库券的回报。然而，随着时间跨度的缩短，这种可能性大大降低，如同下面显示的：

挣钱的可能性

时间跨度	可能性（%）
1 年	93.00
1 个季度	77.00
1 个月	67.00
1 天	54.00
1 小时	51.30
1 分钟	50.17

这是一个标准的蒙特-卡洛模拟。不过，塔勒波最出色的观点还不在此，他的另一个观点更重要，那就是：绝大多数投资者在失败时体会的痛苦都比在挣钱时体会的幸福多。折磨总是大于享受。我不知为何会这样，但它千真万确，也许是因为投资这行充满不安全感。

但是，当投资者对于自己每天甚至每分每秒的业绩念念不忘时，就像上面数据显示的，痛苦的时间就不可避免地被拉长，而快乐的时间就变得更少了。再考虑到痛苦感总是比快乐感要强，投资者的心情可想而知。问题在于（数据中还没表现出这点），痛苦总是会带来焦虑，而焦虑又进一步造成投资者作出坏的决策。也就是说，时刻不停地监视自己的投资业绩既不利于你的心理健康，也不利于你的投资结果。以后，当那些供货商再卖力地向你推销实时组合管理系统时，你要在心里记得这一点。有的对冲基金公司在办公室的电脑屏幕上显示基金每分钟的损益情况，想想那些人每天还能干些什么吧。塔勒波认为，对冲基金经理们如果每个月甚至每年才看一次业绩报告，他们的表现会好得多，也会感觉快乐得多。（说实话，我觉得这有些不尽然。你不妨每天了解一下自己的业绩，但不要让自己的情绪被左右。）

多数投资者都认为他们是理性的，但实际上，他们总是会掉进随机性的陷阱中，并且饱受短期业绩波动带来的精神折磨。塔勒波说："每次当我看到有投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资者在手机或掌上电脑上查看实时股价、跟踪自己投资组合的变动时，我只有笑笑。”也就是说，塔勒波建议关掉彭博终端。**当一名投资者把目光放在短时的涨跌上，他所关注的实际上是他投资的波动，而非实际收益。人天生容易被感情所左右，但作为投资者，我们需要克服感性的因素。**塔勒波也明白这并不容易。

塔勒波说，他的做法是有时把自己和信息源隔离开来。“我更愿意读读诗。”他说，“我知道我需要坐在没有信息终端的公园长椅上或咖啡馆里展开思考，有时必须得强迫自己这样做。”他坚持认为，每周从头到尾认真读一次《经济学人》要比每天早晨读《华尔街日报》好，每周一次的频率更合适，《经济学人》带来的心智上的满足感也大大高于报纸。他在书中写道：“我这辈子唯一的优点就是，我清楚自己的某些弱点，最主要的是我无法以清醒的头脑去看待自己的业绩。”不过，我觉得，如果你也想坐在公园长椅上冥思苦想，最好是事先已经读过或听过点什么东西。

明星投资者是如何炼成的？

杰克

几天前，我和一位真正的对冲基金界的不落巨星——杰克通了一个长长的电话，他在过去20年中的业绩堪称经典。当然了，有时他也会犯点错误。如今他的基金规模在50亿美元左右，他所做的基本是宏观对冲。他大概拥有七八种资产类别（例如生物科技、亚洲、垃圾债券、欧洲、新兴市场，等等）。他的投资经理们各自负责不同的领域，每人管理的金钱在1亿~4亿美元，规模的大小主要取决于杰克对这些领域的看法。杰克靠在这些资产类别间进行配置来创造业绩，而他的手下人做得比各自行业的平均指数更加出色，从而达到锦上添花。有时杰克还会买入或卖出指数来对冲自己团队的业绩。如果手下人表现不佳，肯定会被炒鱿鱼。杰克严厉是出了名的，但也非常公平和慷慨。

仔细算算，这个世界上真正堪称投资巨星的人物屈指可数，可以称做“优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

秀投资者”的人有一些，此外还有大量的“赶路者”。像我刚刚提到的杰克一类的投资巨星手中总是握有巨资，通常都管理着自己的对冲基金。所谓的优秀投资者则可能数年保持好业绩，在扣除管理费之后仍能给客户带来高于指数若干百分点的回报，这已经很不容易了。至于说“赶路者”，他们有可能一段时间表现好些，但从长期来看并不能一直跑赢指数。那些表现永远糟糕的家伙我就不提了。

这并不是说“赶路者”是些笨蛋或坏人，事实上，这些家伙大多数都很聪明，头脑清楚，而且往往魅力四射，穿着得体，满口投资术语。你不用为他们感到遗憾。这个行业的一大讽刺就是：那些与基准指数表现差不多或略好一点的职业投资人与世界上从事任何行业的人士比起来，得到的收入都是相当丰厚的。这种反常现象的原因在于：投资管理是一个正在兴起的行业，而那些能够在扣除费率的基础上为投资者带来与指数相同回报的“赶路者”，对公司还是挺有价值的。对冲基金经理们能够拿到的报酬更多，但报酬完全取决于他们的业绩。他们其实和职业运动员非常相似。

至于巨星们，人们对他们的智慧看法不一。“优秀投资者”和大多数“赶路者”接受过同样良好的教育，同样专注认真，那么是什么使他们的业绩拉开了差距？是天赋？奇迹？还是多少有点运气的成分？好像是沃伦·巴菲特曾经做过一个比喻，把投资巨星比做一场全美扔硬币比赛的决赛选手。大意是这样。

假设有一个“全美扔硬币锦标赛”，每名选手要在报名参赛时交上10美元，凑成奖金发给最后入围的8名获胜者。想一想吧，如果有2亿人参赛，奖金就是20亿美元。每星期会有一场比赛，好让人们实现梦想。6个月过后，将有32名常胜将军脱颖而出，他们中的每个人差不多都已连续扔对硬币25次。想想媒体能煽起多大热潮吧！

到这时候，事态开始变得疯狂。有人成了杂志上大肆报道的草根英雄；有人跑到电视脱口秀上大谈扔硬币技巧，讲解自己如何让硬币在半空中获得神力，又是如何在它落地前用意念施法，每辑节目要向电视台收费5万美元；另一些人开始争先恐后出书，书名诸如《扔硬币扔成百万富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

翁》、《上帝为何让我赢》之类。这时，愤怒的大学教授们拍案而起，在《华尔街日报》上大谈“有效市场”、“扔硬币原理”、“零和游戏”等理论，力图证明大赛的结果只是出于随机。当然，32名常胜将军会挺身反击，质问他们：“如果没有人能做到，为何我们32个人做到了？”在第16轮比赛开始前的数周内，入围选手们对异性的吸引力显著提高，有些人还成了阿斯彭滑雪屋和佛罗里达房地产的推销对象。

如果我没记错，这是在把投资巨星比做全美扔硬币比赛的最后入围者。换句话说，在一个单场淘汰制的扔硬币大赛中，一定会有赢家。他们并非多聪明、多有天才，而只是在一系列随机的游戏中持续保持了运气。同样的现象也适用于投资世界。当所有的选手都如此相似而成绩却不同时，还有什么理由能够解释？巨星们并不拥有更伟大的助手、更出色的联考成绩，或是任何独特的个性。“赶路者”也参加同样的会议，会晤同样的分析师，阅读同样的研究报告，而且多数人工作也同样努力。

我有另一条理论。巨星就像是旧日的“马语者”。随着人们逐渐驯服马匹用于骑乘，大家越来越渴望脚力快的骏马。那些强健的骏马一般都比较有野性，但总有少数人能够安抚和制服它们。没人知道他们是如何做到的，他们也从不解释。他们是不是在口袋里装上了某种东西？还是天赋异秉（就像有人能轻松击中棒球那样）？有的人说那是奇迹，有的人说不是邪法就是巫术。这些马语者有的发了财，如果是在中世纪，有的可能被烧死。

我丝毫也不认为对冲基金投资巨星与扔硬币比赛中的偶然获胜者有任何可比性，说他们像马语者也是在开玩笑，虽说股市的狂野和莫测倒真像一匹野马，但总是有人对动物特别有办法。**我的真正理论是：投资明星们确实具有某种感知市场的魔力，能让他们在大多数情况下凭直觉作出正确的选择。在某种程度上，明星们能用真谛和智慧滋养自己的头脑，他们也能像斐洛斯特拉图斯所描绘的那样，感知“近前”就要发生的事。**这就是丘吉尔1937年在他著名的文集《当代伟人》中所说的“天眼”，他曾用这个词来描写特立独行的首相劳合·乔治，说他具有某种“善感知的头脑”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个把整个青春用于与贵族斗争的威尔士村庄的后代，这个看到保皇党权贵路过而怒火中烧、晚上偷这些大人们的兔子泄愤的年轻人，他具备某些无价的天赋。这种天赋恰恰是伊顿公学和贝列尔学院所不能传授的，是贵族大人的仙女教母们忘记给予的。而缺少了这种天赋，其他的天赋就都变得无足轻重了。他有“天眼”。

他具备那种最深入、最本质的灵感，可以刺穿话语和事物的表面——就像可以隐约但有把握地看到砖墙的另一面，或是能够提前嗅出猎物。与这种素质相比，专业知识、学问、口才、社会影响、财富、名声、逻辑、勇气这一类优点都一文不值。

再说杰克，那天他教导我关于时间管理和如何对待权威意见的问题。他说，你不可能读遍所有的文章，也不可能和所有的人都谈上一番。原因很简单，你每天只有那么多小时，时间不够用。至于说权威意见，你在研究它们时也得有节制，注意控制自己花费的时间。平时最好把办公室门关上，把过来聊天的人拒于门外。自己的电话也不要接，让秘书替你接听、作出记录。不必强迫自己读完桌上或电脑屏幕上出现的每条垃圾。别让销售人员接近你，他们的任务就是和你谈话。**在管理时间方面你必须非常理性，别让别人浪费你的时间。有时，你必须得表现得不礼貌一点，学会打断别人的话。你的投资人可不会在意高盛来的某位推销员是不是喜欢你，他们在意的只有你的业绩。**

可想而知，杰克在打断别人的谈话方面享有盛誉（或者说是声名狼藉）。即使你费尽力气终于打通他的电话，他也只听上几分钟，毫无反应，然后说一句“谢谢”就挂断。打电话的人总会觉得自己像个白痴。

不幸的是，一个人如果不与人为善，总是得付出代价。几年前，杰克在美景山买下了一栋大宅，与著名的海滨俱乐部相距不远。我不知道美景山在哪儿，但知道海滨俱乐部——一个身份合乎标准的人们去闲聊、吃饭、游泳和互相大眼瞪小眼的地方。不知那儿是不是沙子更细、海水更蓝、服务更出色（因为服务员都上过私立学校）。我只去过一次，那次只感觉服务员比别处傲慢。不管怎么说，杰克的太太发疯般地想成为那里的会员，不光是为她自己，也是为孩子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们——为了让他们在海滩上堆沙子时只和门当户对的小朋友在一块。

于是，杰克请求他的一位投资人推荐自己做会员。海滨俱乐部接受会员十分挑剔。一个审查委员会要暗中对你进行调查，申请人的名字还会被发给每名会员提意见。只要你在餐桌上举止得体、孩子们都上私立学校，并且愿意花上一大笔入会费，成为会员也并不很难。不过，万一什么有势力的会员因为什么原因不喜欢你，你的名字就会被打入候补名单，让你候补上很多年，直到你自己回过味来，主动撤回申请。在杰克的案例里，不幸的是，审查委员会主席是一家老牌投资公司的销售经理，他和杰克的关系一直很僵。没错，这家公司已经好多年没推出什么有新意的东西了，销售员们能谈的也只有高尔夫和棒球。但这并不会影响这位销售经理的自我感觉，他是合伙人，妻子又继承了大笔遗产，因此他仍然觉得自己是个人物，而杰克的态度惹恼了他。

问题在于杰克得罪的还不止他一人。一个在摩根士丹利做承销经理的家伙认为杰克根本不可理喻，还有一个开投资顾问公司的说他傲慢之极。他的客户曾经被杰克抢走过，所以多半是出于妒忌。长话短说吧，推荐人回来告诉杰克俱乐部没有空缺。过了几年后，杰克又一次请他推荐，那人又例行公事一回，这次的答复仍旧不含糊：没门儿。现在没有，以后也没有。

其实杰克并不那么在乎入不入会。他财大气粗，东海岸的每家高尔夫俱乐部都把他奉若上宾，但他太太憋了一肚子气，到现在还心有不甘。每天她都要开车经过海滨俱乐部，眼巴巴地看着绅士淑女们进进出出。她指责杰克，说是他接电话时的粗鲁态度严重妨碍了孩子们的社交发展。那一段时间，她让杰克的日子过得很悲惨。

阿尔特

2005年冬天，有一次我在佛罗里达和一群做对冲基金的家伙打高尔夫，其中也有阿尔特，一个让我敬重的人物。阿尔特大约55岁，有钱、可爱、直爽。他管理着一只40亿美元的多空头全球股票基金，主要的手法是宏观对冲。他是个说话轻声、心思缜密、自律极严的人。作为投资者，他极度重视分析，对于每一个决定都要前思后想，把一件事所有的影响和后果考虑周全。大家都知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他是个和气、公平的好老板，很少对人发火。事实上，他实在太谨小慎微，让人没法想象他会发怒或对人高声。

我对阿尔特的敬畏是因为他开张头一年就惨遭败绩，而竟然幸存了下来。那大约是 12 年前吧，他开办了自己的基金。那时他的钱不多，是冒着巨大的职业和家庭风险下的决心。他筹到了 5 000 万美元，在那时不是个小数。可刚一出道，头一年就损失了 25%。他预测错了市场大势，在小的方面也不很顺。一半投资人跑掉了，每个人都认为他不可能再翻身，但他咬牙坚持下来，第二年猛赚 82%。接下来的 10 年他带给投资者的复合净回报率是 20%，他的基金规模增长到了 25 亿美元。

然后，在 2001 年他有所下滑，2002 年又损失了 15%，这回又有一半的资金撤出了。你能想象吗？在这么多年的好年景之后，仅仅两年失手就吓跑了投资人一半的资金——更何况考虑到当时的市场大环境，他的损失也不算太惨重。阿尔特卧薪尝胆，在 2003 年和 2004 年大获全胜。不用说，逃散的投资人又涌了回来。

阿尔特在高尔夫上很下工夫，但他开始打球太晚了。他属于那种非常慢、非常小心的球手，打球前总要先站在那儿试着挥杆四五次。他对待每个球都非常认真，仿佛那是奥古斯塔美国大师赛的决胜一杆。他甚至开始细心地在电脑上统计所有场次自己的成绩，在打球时也从不因为难打而放弃任何一杆。说实话，我和他打的那次他一开始发挥得挺好。然后，我们来到第 14 洞，球和球洞距离不算远，但中间隔着个池塘。阿尔特挥杆很差，球掉进了水里。他宣布要再拿一只球，然后咬着牙打了出去。球飞向佛罗里达湿闷的天空，然后跌落到距果岭 20 码的池塘里，溅起一片水花。

阿尔特直瞪着球落进的那片水面。然后突然攥住球杆不停地往地上戳去，又用它抽打一棵大树，直到把球杆打弯了，最后他用力把坏球杆摔进池塘。他的失态让我们很窘，大家把目光转开，静静地走掉了。在下一个击球点，阿尔特追上了我们，还是什么都不说，脸色阴沉。

一轮结束之后，我们决定去吃午饭。阿尔特说：不，谢谢。他还要回球场。在佛罗里达闷热的中午，顶着火热的太阳，他要练习挥杆。吃过饭后，我信步走向球场。草地上空荡荡的，只有阿尔特在远处的那头。这时，阿尔特连打了两个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

球，球都没飞上天，而是很难看地贴着地皮向前滚去。不知道我在看着他的阿尔特突然陷入另一阵狂怒中，再一次咬牙切齿地在地上猛戳球杆。我赶紧躲开了。

我在想阿尔特中了什么邪。他的对冲基金表现很好，家庭生活看起来也风平浪静。他享受着丰富无比的物质生活，拥有Net Jets公司提供的湾流四型喷气机、一座犹他州的滑雪屋、一幢汉普顿的别墅。我想起几年前有一次，我在一个晚宴上坐在阿尔特的夫人旁边。她告诉我，在他的投资表现不佳时他经常会突然发火，还在睡梦里磨牙。阿尔特非常较真儿，是个完美主义者，也正是这点把他变成了如此成功的投资家，显然他现在对高尔夫也同样追求完美。

或许这是因为高尔夫球技就像投资业绩一样，好坏无法掩饰；又或许是因为做对冲基金的人因为工作的竞争性而变得如此自负。不管原因是什么，他们中的很多人都对自己的差点[①]耿耿于怀。人们觉得打高尔夫有好处，认为那种冒着损失大把金钱的风险和压力的工作，与在10英尺外推杆入洞或在第18洞打出一个280码的好球有异曲同工之妙，而后者可能是考验投资者心态的最好方法。**如果一个人能在关键一击时保持冷静、打出好球，那也就证明他具备钢铁般的意志和勇气，而且方法正确。**

那么，你希望把自己的钱交给什么样的人来管理？是在第18洞仍然出手果断、又帅又酷的家伙，还是即便独自练球也小心翼翼的人？“压力之下的优雅”是海明威对勇气的著名定义。看起来，很多卓越的企业领袖都具备类似的素质。明星企业家们也往往是奥古斯塔、辛内寇克、柏树点[②]等球场的常客。对于真正入迷的人，还有苏格兰和圣安德鲁斯[③]可去，顺便还能享受一下“王室与先人”[④]的高尚晚宴。

高尔夫爱好者们总是坚信：和一个人打一场球比和他做几年生意更容易了

---

① 差点，衡量高尔夫球手实力的标准，数值越大代表水平越低。——译者注

② 奥古斯塔位于佐治亚，辛内寇克位于纽约长岛，柏树点位于加州圆石滩，均为美国著名高尔夫球场。——译者注

③ 圣安德鲁斯，苏格兰城市，高尔夫运动的发源地。拥有世界上最古老的高尔夫球场，至今仍为高尔夫爱好者的圣地。——译者注

④ 王室与先人（Royal and Ancients），苏格兰圣安德鲁斯的一家著名高尔夫俱乐部。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解对方的性情。说实话，我觉得这是夸大其词，不过也许我没有发言权，我更爱打网球，还算不上真正的高尔夫迷。我想告诉你们的只是：很多做对冲基金的家伙真的对高尔夫很上心。从某种意义上说，当他们富到一定程度之后，高尔夫就成了他们生活中除家庭外的头等大事。

其实，当你的身家达到5亿美元之后，再赚5亿对你的生活水准和快乐程度已不会产生实质性的影响。当然你可以拥有更多的房子、一家更大的基金会、坐G–5型飞机旅行，但这些多余的享受只会使你的生活复杂化。大家相信纨绔出膏梁，也知道富人的脑袋最危险。确实，到了一定程度上，财富仅仅表现为账面上的数字。财富的规模是有一个平衡点的，超过这个点太多，它就变成了一种给生活带来麻烦的债务：你遭遇抢劫、妒忌或是绑架的概率会大大提高。

因此，对于很多人来说，在赚到了头一个5亿之后，能够持续提高自己幸福感的唯一方法就是把高尔夫打好（也就是降低差点）。当然了，女儿进哈佛或是儿子玩儿橄榄球也挺让人开心，但高兴一阵就过去了。我并不是说做对冲基金的人不热爱家庭，而是说在他们的日常生活中，高尔夫可能会成为与投资业绩同等重要的事。

要想理解这点，那些不打高尔夫的读者需要明白一件事：高尔夫是一种等级分明的运动。如果你的差点在10以上，虽然不见得会让人耻笑，但基本上你将很难与差点为10或小于10的人平起平坐。当你和他们打球时，就算仍旧可以谈笑风生，但心里却好像总是矮着半截。以此类推，差点为9的人与差点为2或3的人也泾渭分明。不幸的是，降低差点可不是容易事，对于上了岁数的球手尤其如此。你可以请最好的教练，花大把时间练球，买全世界最好的球杆，但这些可能并不能使你的球技有丝毫进步。在这方面，年龄是一个很大的障碍，很多人一过50就永远也别想进步了。

一天晚上，我们几个人（包括阿尔特）坐在一起聊这些事。有人说起山姆整个夏天把泰格·伍兹的挥杆教练包了，山姆是个对冲基金明星和平庸的高尔夫球手。

“估计一夏天他得用掉50万。”有人说。

“那又怎么样，”提起这个消息的人说，“山姆肯定很乐意花上1 000万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让自己的差点降下来一点。”

我附和道，1 000 万对山姆来说不算什么，他做基金时稍一失手，一下午就能亏掉这个数。我又说，测验一个人是不是真的在意自己的差点，就看他愿不愿意拿基金的业绩与此作交换。我打着比方：“假设，现在魔鬼来到你面前，带着一个浮士德式的交易：他可以让你的差点降低 5 个点，但也要拿走你基金业绩的 5 个点作交换，你会怎么办？”

大家觉得这个问题挺新鲜，而且因为喝了点酒，人人都变得爱思考起来，他们竟然认真地考虑起这个问题。也许他们并没认真，我也不知道。

“挺有吸引力，”阿尔特说，“但我不会答应。这对我的投资人太不公平了。”

“是啊，”另一个正与差点 14 搏斗、身家不止 5 亿的家伙说道，“我的投资人对我可没那么忠心，要是收益少 5 个点早就全跑了。”

“嗯，我是资本受托人，我的业绩是有史可查的，这是我的骄傲。我不想让它失色。”

“忘记你的有史可查吧，”一个家伙说，“你以为别人会像欣赏经典进球录像一样整天回顾你的业绩？我的孩子们长大了，老婆顾不上我，我又不想进那些闷死人的慈善机构董事会，就剩打球了。我会毫不犹豫地接受。”

他的答案很符合他的情况。他已经拥有了想要的一切，很多他所拥有的东西他甚至没时间去享受，他也不缺名声。可惜，在这一切以外，他的高尔夫球技还处于丢人的阶段，而且到他这个年龄提高的余地也不大了。他不会有什么机会被邀请去参加“钩眼扣”一类的明星会员赛，被吸纳进奥古斯塔俱乐部也希望渺茫。控制俱乐部的首席执行官们不想把时间浪费在格林尼治的邪恶对冲基金富翁身上。一个一位数的差点可能是他在这个世界上唯一买不到的东西了。

一个年轻些的家伙（我听说他打得不错）摇着头。

“我可不干，”他说，“我会和魔鬼做相反的交易。虽说我这么爱打高尔夫，但他要是能让我每年的业绩提高 5 个点，我宁愿一辈子不打球。”他的回答也不奇怪：他的业绩还可以，但不稳定，而且他相对来说也没那么有钱。

我心想，每个想投资对冲基金的人或许都该听听这番话，了解一下他们的对冲基金经理最在意的是什么。也许我是自作多情吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第九章
市场长周期的宿命

在一个市场长周期（或子市场周期）中，存在自身商业利益的投资管理公司可能面临两难的抉择：某些手段能为公司带来巨大的短期收益，却有悖于投资原则，势必伤及长远利益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市有兴衰，它的兴衰周期势不可当、漫长难测，是投资者最大的煎熬。（当然，这也正是投资服务业存在的理由。）一代人或许只能经历一次长周期，其中的繁荣期往往长达10年以上，衰退期大多短些，但总是破坏力惊人，让数不清的财富、企业乃至生命销蚀其中。英文的循环（cyclical）源自周期（cycle）一词，韦伯辞典这样解释："连续时间段内，特定的事件或现象以相同的规律不断重复。"

在一个市场长周期（或子市场周期）中，存在自身商业利益的投资管理公司[①]可能面临两难的抉择：某些手段能为公司带来巨大的短期收益，却有悖于投资原则，势必伤及长远利益。比如说，2000年网络泡沫即将破灭之前，因为市场仍有需求，摩根投资管理公司仍向投资者大力推销投资技术股和进攻型股票的基金。也不能说它不道德，在商言商，它的做法无可厚非。大批的资金很快募集，也在网络泡沫中迅速蒸发。摩根投资管理公司收获了短期销售收入，代价是投资者的损失和公司的长远声誉与利益。

2003年春天，摩根投资管理公司又犯下一个急功近利的错误，只是做法与上次不同：他们对专门投资于亚洲（除日本外）市场的一只股票基金进行了清盘。这只基金成立于10年前——正是亚洲经济奇迹最吸引全球注目之时。基金成立时的规模为3.5亿美元，到2003年已经缩水到1 000万美元以下。对摩根投资管理公司来说，继续运营规模如此之小的基金确实是赔本买卖，投资者对亚洲股市好像也已热情不再。无疑，清盘维护了公司的短期商业利益。可是，当时亚洲一些中小市场的股票已经便宜得令人难以置信，整个

① 指以获取管理费、销售费等中间服务收入为主的公司，区别于以获取投资收益或收益分成为主的投资型公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地区的经济在快速增长，亚洲股市事实上正是很好的投资对象。我认为市场好转后基金规模一定会扩大，因此强烈建议予以保留。但无济于事，没人像我这样想。

表面上看，摩根亚洲基金的清盘像是一种不看好亚洲股市的信号，但如果投资者和投资管理机构盲目地相信这类信号，难免不误入歧途。人云亦云才是错误的。正如澳大利亚石油商约翰·马斯特在他的一份年报中所写：

> 你必须明白，高手都是寂寞的。与芸芸众生为伍确实比较舒适安全，但这种舒适安全说明你还不够“高”。离风险越近，才越可能获得巨大的回报。

人们总是在错误的时机认购和赎回基金

类似的例子其实可以在很多共同基金中看到。人们总是在一只基金达到巅峰之后蜂拥认购，又总是在它从低谷反弹之前急着撤资。1999 年和 2000 年，在纳斯达克指数上冲 5 000 点之时，数十亿资金涌向了科技股基金；2000 年春天网络泡沫最盛时，80%的新增资金流入科技股基金。3 年后，纳斯达克指数跌落至 1 000 点，投资者损失高达 60%~80%。可就在纳斯达克指数开始反弹并最终翻番前，2002 年、2003 年人们又在大量赎回基金。

有一次，有人向杰西·利弗莫尔请教他的投资策略是什么，他答道：“低买高卖。”道理看似简单，人们的做法却往往相反，总是高买低卖。出现这种现象的部分原因在于共同基金在巨大利益的驱动下，只顾推销那些最热门、最好卖的产品，却不管后果如何。而最热门的产品往往是价格最高的。人们总是重复地犯着同样的错误，共同基金也总是不错过任何一个赚钱的机会。当然，公平地讲，管理和销售共同基金的家伙也并非故意，在大家都因股价上涨而激动万分时，他们自己也天真地认为“这次大概与以往真的不同”。只不过遗憾的是，行情从来没有例外地“不同”过！

几年前，著名的大坝投资研究顾问公司曾经对普通投资者投资共同基金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回报作过专门研究，结论大致是这样的：在2000年结束的大牛市中，标准普尔500指数年均上涨16%，美国股票型共同基金的年均回报率为13.8%。这个结果并不奇怪，因为股票型共同基金的平均费率为220个基点。真正让人觉得惊讶的是，一般投资者获得的年均回报率只有7%。为什么？因为他们（或他们的经纪商）总是在错误的时机在不同基金间或基金与现金间转换。**对于一般投资者而言，选时和捕捉市场热点是一项徒劳无益而成本极高的举动。**新保守主义还提倡什么“美国人应该根据自己社保账户余额进行积极投资和资产配置”，真是痴人说梦！

20世纪80年代和90年代，美国的共同基金模式给它的提供者（包括投资管理公司、经纪商、投资组合经理）创造了滚滚财富，但投资者得到的回报却与此相差甚远。这不禁让人想起温斯顿·丘吉尔关于伦敦空战的著名演讲：“有时，英国皇家空军中队突破了10倍德军力量的包围得以生还。在人类奋斗史上，或许从来没有过如此悬殊的力量反差。”身为戴维斯基金会主席和深刻思想家的克里斯·戴维斯则直接指出了这种反差。针对共同基金，他分析了投资者微薄回报与基金经理丰厚收入之间的巨大差距，意味深长地写道：“在金融商业史上，或许还从未出现过付出如此巨大而收获如此寥寥的现象。”这种说法让人沮丧，但确是事实。不过，商业史同时也是一部不公平现象逐渐被改写的历史，虽然它的过程并非一帆风顺。

当然，共同基金投资者的低回报也有其自身原因，无论在心理素质、研究资源，还是时间与精力上，他们都无法与专业投资者相比。**普通投资者应该明白，不要去梦想自己能超越专业运动员，不要奢望自己可从专业牌手那里赢钱，在投资市场上也是如此。**当然，个人投资者应该自己决定自己的长期资产配置，这就需要至少对市场周期和波动有一个基本的理解，必须具备辩证的思维。有时，指数型基金是一种可行的选择。

长期熊市与波动型熊市的差别

就从长期熊市和波动型熊市的定义说起吧。**我的定义是：在长期熊市中，**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

主要股票的跌幅至少会达到40%，二线股票跌幅更深，下跌时间持续至少3~5年，其后是更长时间的盘整，直至熊市心理被渐渐消化。在长期熊市中，可能间或有波动型牛市，但它与长期牛市有着很大的不同。一个最大的区别是，**在长期牛市中，主要股票的价格应当突破前期高点并创下新高。**

与此不同，在波动型熊市中，主要股票的跌幅为15%~40%，持续时间在一年以内。连续不断的亏损造成的精神折磨改变着人们的行为模式，影响着社会心理，因此时间是长期熊市定义中的一个重要因素。根据这样的定义，过去一个世纪中美国经历过两次长期熊市（分别是1929~1938年，1969~1974年），至少3次恐慌（分别在1916年、1929年和1987年）和25次程度不同的波动型熊市。

我们可以这样划分20世纪美国股票市场的长期周期：1921~1929年，长期牛市；1929~1949年，长期熊市；1949~1966年，长期牛市；1966~1982年，长期熊市；1982~2000年，长期牛市。在我看来，2000年后的市场很明显是一个长期熊市。两个关键的问题是：我们是否已经经历了本次熊市的低点？这次熊市将持续多久？

我认为，美国股票市场已经经历了本轮长期熊市的低点，但日本经验提醒我，这轮熊市的折磨或许还要持续15年之久。在过去的年份中（2005年之前），日本股市间或有短暂的、强烈的波动型牛市，但每个波动型牛市只是一个反弹而已，其后股指总是又调头创下新低。我所尊敬的很多专业人士，如杰里米·格兰瑟姆、戴维·斯文森和内德·戴维斯都相信，美国股市最终还会跌破2002年秋和2003年春的低点。他们预测，此轮长期熊市结束前，标准普尔500指数应在600点附近，道琼斯工业平均指数应在6 000点附近，分别比现在低大约45%。

看空投资者认为，纳斯达克指数走势与标准的泡沫破灭模式很吻合，如图9-1所示。这一点，我赞同，纳斯达克指数在很多年内将无法再现2000年的高点。但这又意味着什么呢？“漂亮50”在20世纪70年代也是花了十余年才恢复的，这并不说明全球股市将创下新低或其他地区的市场不会繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

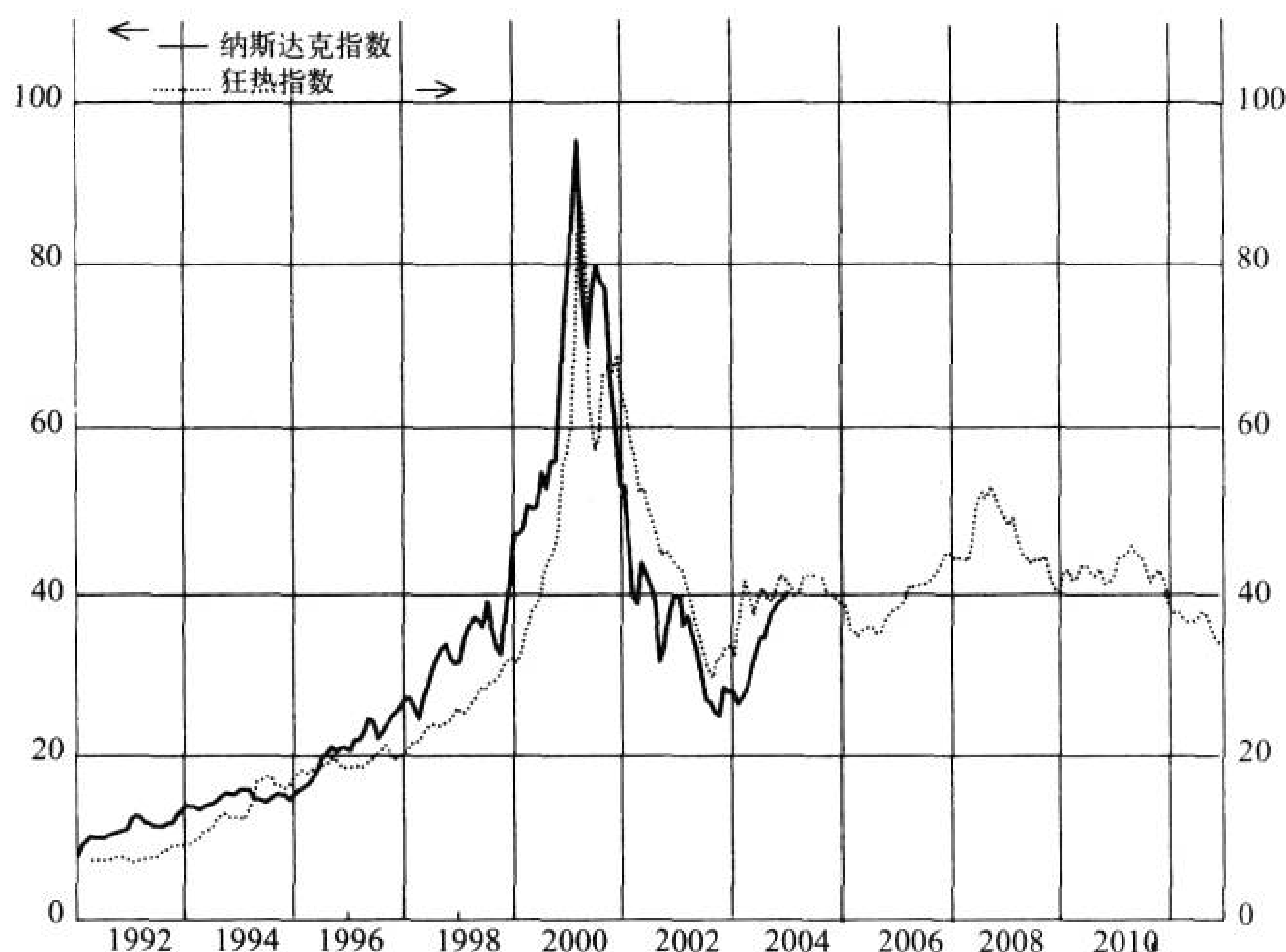


图 9-1　纳斯达克泡沫与市场狂热复合指数的比照
（截至 2004 年 1 月：两种指数都在顶峰时达到 100）

注：狂热指数（Mania Index）综合了下列指数达到峰值的情况：金银指数（1980）、日经 225 指数（1989）、道琼斯工业平均指数（1929）。

资料来源：环球透视机构

看空投资者最担心的是金融衍生品及其破坏力。没人确切地知道金融衍生品的危险性，所有人都知道有大约 2 万亿美元的衍生品交易，但其具体运作外人无从得知，可能连内部人士也不一定了解。赞成世界末日论的人把规模不断膨胀的金融衍生品形容成人体内的癌瘤。如果光看定义，衍生品确实是为降低特定风险而设计的，但随着全球主要金融机构的参与，它的系统性风险又在不断增高。长期资本管理公司的崩盘既让我们惊恐地感知了风险中蕴涵的巨大金融灾难，也同样证明了即便是世界上最伟大的数学家和天才人物，其计算和管理风险的能力也不堪一击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者又该怎么做呢？正如我在前几章中所提到的，**正确的做法仍是：在不景气中博取收益，对不确定性进行对冲。**

现在我们很难预测离新一轮长期牛市还有多远。牛市出现的前提条件包括：资金廉价且充裕、企业债务端贬值、商业和服务需求被抑制，还有最重要的一点：股票绝对价值被明显低估。除廉价和充裕的资金外，目前（2005 年）其他条件尚不具备。美国股票远算不上便宜，当然，考虑到利率水平和通胀因素，也算不上贵。在中国和印度的影响下，全球经济增速比目前所有西方经济学家预计的都要高。谁也不知道还要多久标准普尔 500 指数和道琼斯工业平均指数才能越过其 2000 年的高点，还要多久纳斯达克指数才能创下新高。目前的市场与 20 世纪 70 年代初美国市场长期熊市中的很多特征有些相似，当时美国市场在一个相对窄幅的区间内盘整了好几年。

有人认为，在美国和其他一些金融市场上，20 世纪 90 年代泡沫的影响要远甚于历史上的其他泡沫，对此我不能苟同。与 20 世纪 70 年代末的市场颓势和日本经历的长期熊市相比，21 世纪初的泡沫破灭真是小巫见大巫。即便是经历了 2005 年的反弹，日本股市离它的历史高点还有 70%之遥，日本房地产价格跌幅近半才刚刚开始稳住，日本共同基金业的资产比它 1990 年的高点缩水了 95%，这才是长期熊市对金融服务业的影响。想象一下，如果这些情况发生在美国将是什么情形！如果美国商业地产价格跌去一半，又将会是怎样一番景象！

历史上的每轮长期熊市后，股票估值总是会回复到前一轮长期牛市初期的水平，甚至更低。市净率不像其他赢利性指标一样容易受经济波动的影响，它是衡量价值的一个最稳定的指标。图 9–2 表示的是日本股票市场市净率的波动。长期牛市和其后的资产泡沫使市净率超过了 5 倍；但 15 年后的今天，市净率是 1.5 倍，又回到了那轮牛市启动前的水平。2000 年高点时，美国市场市净率也达到了 5 倍，目前是 2.9 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

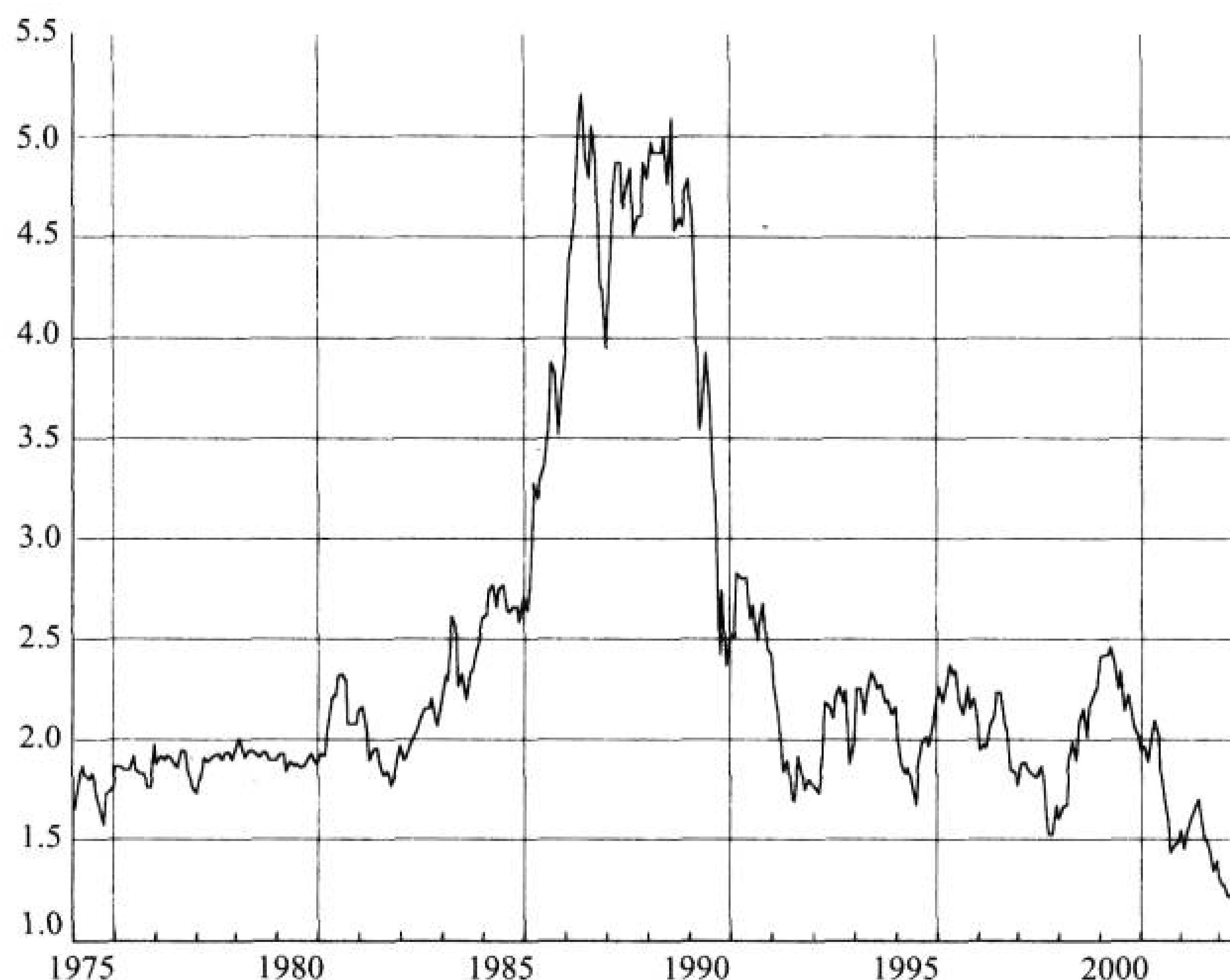


图 9–2　日本市净率泡沫的破灭是对称的

（MSCI 日本市净率：1975.1~2003.5）

资料来源：Traxis Partners Quantitative Research，MSCI

牛市与泡沫：日本和美国的比较

美国和日本的长期牛市有着很大的不同，在美国，2000 年经历破灭的只是股票泡沫，它将很多财富化为乌有并引发了衰退；在日本，则连房地产业也未能幸免。日本房地产业在 1990 年达到了耸人听闻的高位，当时日本皇宫地块的价格相当于美国加利福尼亚所有房地产价格的总和。日本泡沫破灭后，整个国家的财富缩水了近 50%。而在美国，人们虽在股市受损，但房地产价格上涨也使他们的资产增值，盈亏相互抵消。在这一点上差别就很明显。

固定资产价格的持续上涨会激发人们借贷投机的欲望，日本银行当初急切地给房地产商放贷终于酿下了苦果。房地产泡沫的破灭和不良贷款不可避免地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增加，使日本银行背上了沉重的包袱，引发了通缩，使得日本经济经历了更持久、更痛苦的萧条。15 年过去后，日本的银行终于缓过劲来，但依然弱不禁风，坏账问题还是没有彻底解决。

美国和日本泡沫还有一个重大区别，在美国股市狂热中，几乎所有资金都涌向了科技股和网络股，从大的方面看，这对于生产率的提高是起了作用的。虽说损失的资金不少，但这些资金支持下的许多公司也确实生产出了新产品，有了新的创造。日本的泡沫则体现在金融工程的狂热上，“财科技”是当时日本很流行的用词，它事实上并没有产生新的生产力。

美国泡沫和日本泡沫的第三点区别是，在日本泡沫破灭后，日本当局采用的金融和财政政策失当，引发了通缩和衰退的恶性循环，从而陷入一个难以走出的经济怪圈。当泡沫开始破灭时，日本央行提高了利率，经济开始恢复时，日本政府却加税了。美国的举措与此相反，美联储大幅调低了利率，联邦政府几乎立即实施了对收入和投资的减税政策。在这样史无前例的财政和货币政策下，美国经济获益良多，目前看来至少是避免了一次严重的衰退。当然，我说的是“目前看来”，到底是避免还是推迟，现在还无法定论。

1969~1974 年的长期熊市

我努力指出日本和美国泡沫的不同，并不是想说美国的泡沫不严重，也不表明美国市场上没有过度的投资和欺诈。毫无疑问，美国股市正经历着长期熊市，股票在 3 年间连续下挫。我更关注的是，这次熊市，无论是其严重程度，还是其杀伤力，均远不及 1969~1974 年的那次，这也是我为什么要怀疑目前的熊市还没有结束。当然，1969 年至 1974 年的熊市与 20 世纪 30 年代初的大萧条相比又要轻很多。道琼斯工业平均指数在 1966 年首次到达 1 000 点以上，此后直到 1982 年才真正再次超越千点。在此期间，美国居民物价上涨了 8 倍，1966 年投资在股票上的 1 美元在 1982 年只能换到 13 美分的商品。

那次长期熊市很特别，分为三个明显不同的阶段。在 1968 年 12 月道琼斯工业平均指数和很多二线股票价格达到高点后，麻烦真正开始。1970 年 5 月 26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日，道琼斯工业平均指数跌至631点，跌幅达35.9%，二线股票状况更糟。20世纪60年代最受欢迎和关注的30家公司指数跌幅达到81%，这30家公司包括10家当时最大的多元化经营公司（如利通和LTV）、10家电脑公司（如IBM）和10家科技类公司（如宝丽来和富士）。后来，LTV股价从170美元跌至15美元，环球度假胜地公司股价从62美元跌至7美元，数据处理公司股价从92美元跌至11美元，而如全美学生市场、四季护理等不具有真实支撑的股票已接近废纸一张。

在经历了1970年5月26日的抛售狂潮后，股指出现过一轮涨幅51%的强劲反弹，道琼斯工业平均指数在1971年4月28日爬上了950点。那是一个无比混乱和情绪化的时期，当时一家已经伤痕累累的大型对冲基金于1970年5月28日转向重仓做空，结果在这轮反弹中全军覆没。在“漂亮50”的带领下，股市在1971年、1972年继续反弹，道琼斯工业平均指数于1973年1月11日到达了1 051点。这次上涨集中在“漂亮50”股票和一些大盘蓝筹股上，20世纪60年代后期的那些热门股票的跌势并没有因此而改变。不过，此轮上涨重新刺激了不少人的热情，他们认为，新一轮牛市又开始了。一切正如今天一样。

在随后的下跌中，“漂亮50”漂亮不再，平均跌幅达到了60%，雅芳股价从135美元跌至18美元，宝丽来从70美元跌至6美元，康宁从61美元跌至13美元，美国股票交易所指数跌幅达56%，柜台市场更是惨不忍睹。1974年夏秋，当初的那些时髦股票，不管基本面如何，股价都只剩下三五美元而已。价值线指标的变化是对市场惨烈状况的很好度量，该指标在1968年达到顶点，但此后6年间的跌幅达到75%。考虑到通货膨胀因素后，主要股指跌幅都在70%左右。整个70年代，耶鲁基金的实际购买力下降了45%，校舍的维修都不得不推迟，人们甚至开始担心耶鲁还能否支撑下去。在那段时间，连慈善事业也受到了熊市的负面影响。

这里，仅是作为一个提示，如果借用过去两次长期熊市的经验，那恐怕要到2017年我们才能看到道琼斯工业平均指数和标准普尔500指数的新高。就“漂亮50”成分股而言，平均要再过10.5年才能突破历史高点，这还只是名义价格，如考虑到通货膨胀因素，则时间要延长到16.5年。换句话说，大伙或许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不必再死熬着等纳斯达克指数重攀 5 000 点了。

处在长期熊市中是种什么感觉呢？想象一下吧，一家你很信任、看好，并多次拜访的公司股价不断走低，直到低得你想也不敢想，好像永远没有底，没有支撑位。1974 年的夏秋，在这种永无休止的跌势中，你一定会忧心忡忡，担忧着如何养家糊口，你会认为华尔街完了，开始犯愁如何在实业界找个工作。你所认识的这个行业的人，不管是销售员、基金经理还是对冲基金发起人，都失去了踪影，几年后，你陆续听说了他们的消息，有人搬家到了一个偏远的地方，有人经营起了五金店，有人改行做了老师，还有人当起了篮球教练。他们在那些高尚社区黄金地段的房产全在降价出售！

然后，就和现今一样，损失了投资者大量资金的共同基金业开始负面新闻不断，一些耳熟能详的共同基金面临关闭。很多华尔街 20 世纪 60 年代的英雄人物在 70 年代成了人们诅咒的恶魔，他们纷纷逃离这个行业。1973 年至 1979 年，投资管理公司的数量减少了 40%，股票基金资产降低了 50%。教授们和咨询顾问们开始撰文写书，证明投资管理人无法赢过市场，所谓的专业投资只是个亏钱的游戏。

20 世纪 70 年代对冲基金的规模和影响力远不能与今天相比，它们同样在长期熊市中痛苦地挣扎。尽管不少对冲基金最初宣称要持有大量空头仓位，但实际上并未做到，结果损失惨重。它们只是杠杆式多头基金，换句话说，它们融资买入股票，但没有相应进行卖出对冲。一些对冲基金还涉足私募股权，最终投资的那些公司或是被清盘，或是跌到一文不值。(1929 年我们也曾见证过类似的疯狂，高盛贸易公司的股价从 104 美元跌至 2 美元。）因为亏损和赎回，到 1974 年底，对冲基金的资本金减少了将近 80%。

其后的 5 年间，一些最有名的对冲基金（包括当时规模第二大的基金）纷纷关闭。A · W · 琼斯公司是那个年代的索罗斯，在 1968 年以前的 10 年间它曾创造了年均增长 30% 的辉煌业绩。但在 20 世纪 70 年代，连 A · W · 琼斯公司也未能幸免，虽然还支撑了一段时间，但再也没能恢复往日的风光。然而枯树前头万木春，他们的替代者——乔治 · 索罗斯、迈克 · 史丹哈特、刘易斯 · 培根、朱利安 · 罗伯逊成长了起来。一个显著的区别是，60 年代的超级明星大多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是年轻小伙，而今天的热门人物大多（不是所有）已有四五十岁。

我相信，我们已经经历了此轮长熊的低点，但还需要有足够的心理准备！

重新开始的妙处

有时，在决定建立一个新组合或者仓位时，我会要求我的合伙人都回家冷静思考一下，设想一下如果此时我们手头持有的是现金，我们该如何去做。这是一个很好的方法，你的脑筋不必一直纠缠于现有的组合，不必考虑当初投资的原因是否改变了，不必比较最初的成本，不必思忖是否卖得便宜了。对冲基金也好，其他投资也罢，人们在手持现金尚未建仓时总是关注最新的投资机会，总会买入在那个时刻他认为最好的品种，这大概就是产生所谓“首年现象”的原因。我看到的统计数据显示，现有的对冲基金中绝大多数都是第一年表现最好，当然，这并不等于说新基金表现最好。至于为何会出现这种现象，我认为并非因为基金管理人在头一年压力最大，而是出于其他原因。

当你手头已经握着一个投资组合并准备重组它时，潜意识中总会有某些因素使你难以客观冷静地作出决定。你会下意识地认为，这个组合已经为你所拥有，这是你信任的组合，它将表现良好，目前只是因为某些原因没有充分体现其市场价值而已。你自己很难下定决心去更改自己的组合，担心你一卖出股票就开始反弹，因此犹豫不决。人都会有不愿变化的倾向，在下意识中会认为换股将会犯第二次错误。由于类似原因，人们也很难下决心赎回表现良好的基金，总是期望它还能给自己带来更高的回报。

作为投资者，我们免不了在决策中掺杂个人情绪的色彩，但股票只是一个纸面的符号，决策过程需要完全的科学和理性。记住，**“股票并不知道你拥有它”，这句话再正确不过了。对一只股票保持忠诚并不一定就能获得超额回报。有些股票你想卖觉得便宜、想买又觉得不够理想，持有这样的股票只能让你变成一个业绩平庸的投资者。**

投资方面的著作我读过不少。20世纪前半叶有两位最杰出的投资家：伯纳德·巴鲁克和杰西·利弗莫尔。有意思的是，他们两个人都喜欢在拿不准市场形势时清空所有股票，然后休假。休假结束后，他们重新开始建立一个新组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这样的案例在两人的书中有清晰的记载。不知这算是他们的一种策略还是先天直觉，但确实形成了他们投资运作的鲜明风格。

在那个年代，如果你想和市场隔绝，只需在佛罗里达或亚利桑那找一处风景名胜度度假。而如今，远离泡沫氛围的世外桃源似乎已经很难寻觅了。当然，要找总还是能找到。有一年圣诞节，我们全家去了离非洲西岸数百英里的加那利群岛中的扎罗特岛。小岛上有一座火山，曾在150年前爆发，岛上至今还覆盖着厚厚一层干化了的熔岩。小岛真是一个天堂般的所在，海风日夜拂过古朴的旅馆，吹进我的梦乡，没有报纸，没有广播，没有电子邮件，没有频繁的电话。在岛上，我读完了罗伯特·斯基德尔斯基的《凯恩斯传》前两卷。我关心的是天气、娱乐和网球，睡眠出奇的好。12天后，我们焕然一新地回到了纽约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十章
投资生存战：只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部

要解读出市场的情绪并不容易。在市场转折点附近，大多数人的感觉永远是错误的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一个老战友戴夫今天来到我的办公室。戴夫是个低调的人，他在中西部上的大学，当我1974年初识他时，他刚刚在中西部一家大型共同基金公司从分析师被提升成投资经理。他严肃、聪明、勤奋，那时是个极度关注基本面的价值投资者。后来，他管理了一家大企业的养老基金，业绩优秀。1987年，他成立了自己的投资管理公司，以激进策略管理一些基准导向型的机构账户。早在1987年底，他管理下的资产就已经高达7 200万美元。

有趣的是，在这些年中，戴夫的信条完全改变了。对于一个职业投资者来说，这是一种彻底的洗脑，就如同一名天主教徒皈依犹太教。戴夫过去是一名基本面导向型的价值投资者，而如今，在饱经沧桑之后，他对基本面不再那么留意，变成了一名趋势投资者。他极为关注全球市场、行业和个股的长期力量对比模式。如他自己所说，他现在让市场告诉自己应该拥有哪些股票，而不是由自己告诉市场哪些股票值得拥有。或者说，他寻找的是可以持续一段时间的相对强势。如果一只股票或一批股票上涨得比市场快，他就会让手下的分析师研究它们。如果没有发现基本面有大问题，他就会买进这些股票，然后持有到它们的相对强势消失为止。他从不会因为一只股票便宜而去买，也永远不会试图抄底。他觉得购买那些没人喜欢、没人想要、价值被低估的股票是傻子才干的事。他购买和持有正在上涨的股票，卖出或避免持有下跌的股票。

戴夫的业绩一直波动很大，把钱托付给他需要胆量。1991年，当标准普尔500指数（他的基准）上升30%时，他赚了56%；1993年，标准普尔500指数上涨10%，他赚了31%。可是到1994年，标准普尔500指数小跌1.3%，他却亏了23%，接下去的3年他都稍微落后于指数。到20世纪90年代末他又得到了好收成，原因是他顺势而为，持有了大量科技股。1998年，标准普尔500指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数上涨 28%，他的基金赚了 61%；第二年标准普尔 500 指数涨 21%，他竟大赚 90%。他管理的资产飞升到 140 亿美元。然而出色业绩的回报竟然是很多客户抽出了 1/4 或一半的资金，仅仅因为他前一阵表现太好，而手中资金的规模变得太大。

这些人的理由虽然毫无道理，但决定却非完全错误。在 2000 年开始的熊市期间，他受了损失，但比起基准也还不算太差，还没惨到全军覆没。他的投资观念帮他躲开了即将崩溃的股票。

比如，曾经有一段时间他持有北电网络的重仓，买入价在每股 16 美元左右。2000 年 4 月我参观了北电网络，我想一个人无须是本杰明·格雷厄姆也能看出来这家企业会出事。赢利被夸大了 100 倍，会计漏洞百出。公司不做研发，而是花可笑的价钱收购科技创业公司。这家企业处在一个高度竞争的行业，它的副总裁却跟我说了一大堆“创新者两难和破坏性技术”之类的废话，他还告诉我北电网络是如何“有效地循环上升”的。真是疯了！北电网络根本不是什么成长股！它是一家高度循环性的资本商品公司，它让我想起了 20 世纪 70 年代崩溃的新时代股。

回到纽约后，我给戴夫打了电话，那时北电网络的股价是每股 62 美元。他认真地听完了我的想法，说道：“你可能是对的，但我要等市场告诉我。”股价继续上升，到 5 月份达到 75 美元。然后，那年秋天，当科技股开始下跌时北电网络的股价掉到了 60 美元。一天早晨，北电网络宣布第四季度收益将大幅下滑，而后备订单也在减少。那天上午一开盘，北电网络的股价就跌掉 12 美元，变成了 48 美元。那天戴夫平掉了所有仓位，在接下来的两年时间内北电网络的股价掉到了 3 美元。

“只有自大狂和傻瓜才幻想抓住顶部和底部。”他在我的办公室笑着说，“你是哪种呢？”现在他垂青美国科技股、亚洲、日本和新兴市场。我问起他对美国制药公司股怎么看，这些股票经过大幅下跌，已经达到 1990 年初希拉里·克林顿攻击医药行业后的历史最低点。我们手里就有不少制药股。“毫无兴趣。”戴夫说，“它们看起来很弱，而且越来越弱。你们怎么会愿意买这样的股票？你们只是在猜测它们已经跌到头了，但市场并没有这样说。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这时，西里尔和马德哈夫走了进来，戴夫又聊了一会儿。他进入我的彭博终端，在上面给我们演示中国H股、德国Dax和日经指数的图表。在每个图表上，每次市场创下一个新高，总是会紧接着再飙高10%左右。“这就像竖起烟囱后飘出的烟。”戴夫说。（那时他认为标准普尔500指数在下个月也会出现这种现象，后来证明他是对的。）他承认美国股票从总体上来看太贵了，经济大势也前景不明，但他拒绝评判。“市场比我、比你们都聪明。”他说，“现在市场正告诉我说它还会涨、亚洲又变成了老虎、美国经济会往前走，所以我想持有股票。或许市场比我们更了解世界经济。我想要投资的是那些具有很强周期性特征的股票。”

听着他说话，我又不由得想起《股票作手回忆录》，我在第三章提到过的。书中的主人公土耳其老人承认自己是一个趋势投资者和贪欲的信徒。当股价突然对利好消息失去反应时，他给出了这样的建议：

> 如果消息仍然非常好，但市场领头企业开始失去相对强势，不再是买强卖弱时，总的来说，应少碰股票为妙。
>
> 对于有经验的交易者来说，这些现象已经足以使他们感觉到出了问题。不要期望市场会对你大喊大叫，而是要细心地倾听那一丝若有若无的细语：“快跑！”不然就会太晚。

我已经说过，戴夫那种极端的趋势跟随风格造成他的业绩相对于基准大幅波动。他的日子好起来会好得花团锦簇，糟起来也会糟得一塌糊涂。在20世纪90年代末的成长股时期，他的表现真是出神入化，可当风向从成长转向价值，他的业绩开始落入低谷。虽说10多年来他的平均业绩每年高于标准普尔500指数600个基点，高于罗素1 000成长指数800个基点，但他的波动性吓坏了那些谨慎的投资人。结果，到2002年底，他管理的资产一度跌到60亿美元，最近4年一直在85亿美元左右徘徊。机构投资者好像无法容忍他的波动性，尽管他们这些人实际应该关心的是长期表现才对。不管怎样，我喜欢和欣赏戴夫。他不是那种胆小如鼠、战战兢兢吊在指数上过日子的人。他大方地承认自己爱做投机，我们多数人也做，但不愿承认。戴夫是个真正的投资家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戴夫的风格并非我的风格。我信奉价值投资，对趋势投资一向持反对和怀疑态度。事实上，我的投资理念差不多与他截然相反。然而，我仍对戴夫敏锐的判断力和市场嗅觉怀有深深的敬意。有些时候趋势投资能取得良好效果，而我们需要和最好的趋势投资者保持接触。每隔几个星期我都要和戴夫聊一聊。

欧洲私募股权的特例（与全世界不一样）

戴夫来访后，我去巴黎参加一家欧洲基金会的董事会，那是我们的一家重要投资者。这趟出门很必要。这家基金会的人员和其他人一样，相信在未来5年内，美国和欧洲的公开交易股票与债券顶多只能带来一位数的年回报率。他们的胃口更大，想要的是10%的名义回报，也就是通胀调整后7%~8%的实际回报。我告诉他们，对于一个大型组合来说，这一目标无疑非常大胆。他们相信这是可以达到的——只要转向收益更丰富的资产类别，例如对冲基金、林场、风险投资和私募股权。

基金会的人说，欧洲的优秀私募股权基金在收取管理费后年收益率还能达到20%~22%，但他们感觉自己还缺乏筛选能力。最好的一批私募股权基金现在已经对新投资者关闭，而新冒出来的欧洲私募股权公司又多如牛毛，光是寄来的募资说明书就要把基金会办公室淹没了。因此，基金会想要通过组合基金来进行投资。董事会听取了一场组合基金的推介，作介绍的是来自日内瓦一家大型私人银行的两个瑞士人，他们的穿着无可挑剔，态度甚至有一丝傲慢。他们是这样介绍的：

> 随着战后出生的一代欧洲人达到退休年龄，有大量的出色私有企业将被抛售。在欧洲，私募股权投资相对来说还比较新，有可信记录的私募股权公司较少。我们虽然是从账户管理起家，但研究私募股权已经多年。在过去的3年中，我们组合基金的投资模型在扣除所有费用后，年均内部收益率还能达到21%。据估计，现在在欧洲有400家左右的私募股权基金，你们要想通过自己筛选出最好的10~15家进行投资可不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 虽说我们以前也没做过这个，而且我们刚才说到的回报率只是预测，但作为私人银行我们是近水楼台，这种地位和经验使我们拥有独到的眼光和消息途径。通过关系，我们可以帮你们投资到那些最好的私募股权基金里，你们要是只靠自己的话肯定会吃闭门羹。预计在未来10年我们基金的年均内部收益率是18%~20%。我们在投资进一家基金之后，通常会进入他们的董事会。我们会在基金周期的10年期间一直持有这些基金投资。对于已经投出和没有投出的资本我们都收取2%的管理费，再抽取利润的10%。我们的基金非常抢手，份额已经满了，但如果你们快速决定，我们还能给你们留下一席之地。

“如果欧洲股市的回报率只有8%，你们是怎么做到18%~20%的呢？”我问。

“我们预计我们投资的基金年回报率会比欧洲股市高1 500~2 000个基点。”这就是回答。

我有点晕，我应该说我表示怀疑吗？每年费用前赢利比股市平均回报高出15~20个百分点！如果说欧洲股市一年回报8%，他们认为自己的基金能涨25%以上。太不可思议了！我还没听说过任何一个资产类别能为大规模的资金持续提供如此高的回报。这根本不是世界运转的方式。基金要达到这个目标需要多高的基础回报？想到这点就更让人无法置信。我草草计算了一下他们繁复的双重费率结构，发现基金会要想得到14%的年回报，私募股权公司每年的回报率就必须达到24%。基金会若想得到18%的年回报，私募股权公司的回报率就必须接近30%。这种事或许在20年前还有可能，那时杠杆和现金流的作用还未被人们充分理解，全世界只有很少几家杠杆收购公司。如今，杠杆收购公司成百上千，它们手里握着上千亿美元的资金投不出去，如何开办和运营杠杆收购公司已经成了差不多所有主流商学院的必授课程。眼下，杠杆收购公司已经成了哈佛商学院毕业生最想进的地方。这可不是什么好兆头！

听了介绍，基金会董事们反响热烈。私募股权很热门，他们也想尝尝滋味。这是个复杂的领域，他们觉得通过组合基金来参与私募股权投资是个好办法。对此，我彻头彻尾地怀疑。私募股权投资的成功不仅仅在于如何进入，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

更在于如何退出。如果有400家基金竞相购买一家企业，难道不会使价格抬升、收益降低？杠杆收购基金的平均寿命是10年，一家投资于杠杆收购公司的组合基金仅仅在一开始做做筛选工作，之后就坐在董事会里什么也不干，他们凭什么每年收取2%的固定管理费和利润的10%？真是个美差！真是个好买卖！

我指出：比起他们提供的服务来，组合基金收费太高。如果私募股权真的有利可图，那不妨自己直接投资。可基金会的人很犹豫，他们说这是个复杂的领域。最后他们还是雇用了组合基金。只能这样了。未来几年，欧洲经济增长或许会带来牛市，那么多资本滚滚流入私募股权领域，但是，疑问仍然存在。这又是老生常谈：如果一笔买卖听起来好得不像真的，它多半就不是真的。

对美国私募股权投资的回顾和质疑

关于私募股权投资的资料很多，最准确的可能要算汤姆森风险投资经济公司的统计，这些资料研究起来很有意思。截至2002年，所有私募股权公司的20年平均内部收益率为13.7%，听起来虽然不坏，但作为一种流动性极差、高度波动的资产类别，这样的收益也不能算多高，尤其是考虑到上市股票的回报率与此不相上下。表现最好的前25%公司远远超过了平均回报率，前15%公司的赢利均超过了24%。我算出：1983年到1992年期间收购的回报率为每年16.2%，然后，随着大量资金涌入，在1993年到2002年间年回报率降到8.2%，在1999年到2004年更是只有1.6%。发现与成功总是会最终杀死那只下金蛋的鹅（参见表10–1）。

私募股权和风险投资的诱人光环并未因此减弱。虽说在2004年底有大约540亿美元躺在风险投资家手中找不到用武之地，养老基金和信托基金还是继续努力圈钱用于风险投资。我有一些做风险投资的朋友，他们告诉我说现在有那么多钱在寻找投资项目，结果项目估价离谱到了可笑的程度。也许对整个美国或是创新者们来说，这是好事，因为创业者能够得到资金，但对于投资者来说这却是坏事，因为过高的收购价意味着退出时的低回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10-1 美国私募股权收益率

（1969~2002 年期间成立的所有基金的投资者内部净收益率总和，09/30/2004）

基金类型	1 年	3 年	5 年	10 年	20 年
种子期创投基金	10.3	11.0	–1.4	16.8	10.7
早期创投基金	–19.1	–26.9	57.0	37.1	20.7
平衡型创投基金	–0.6	–18.0	19.6	20.5	13.5
晚期创投基金	–36.1	–23.3	8.0	17.8	14.0
所有创投基金	–17.2	–22.7	26.0	25.5	15.8
小型收购基金	–1.9	–2.6	1.0	11.3	26.8
中型收购基金	12.2	–6.7	4.6	12.5	17.8
大型收购基金	9.5	–6.5	2.8	10.6	13.4
巨型收购基金	14.1	–4.9	0.8	5.9	7.7
所有收购基金	12.5	–5.3	1.6	8.2	12.2
创投收购中间型基金	9.1	1.2	6.5	7.9	9.8
所有私募股权基金	3.4	–10.4	6.9	13.4	13.7

注：创投基金投资于创业企业与私人企业，在某种意义上，它实际上就是早期的私募股权基金，但创投基金不使用杠杆。

资料来源：汤姆森风险投资经济公司创业投资数据库

普华永道国际会计公司/汤姆森风险投资经济公司/美国风险投资协会

汤姆森风险投资经济公司

风险投资正以惊人的速度膨胀。瑞士联合银行（UBS）估计 2005 年全世界的私募股权公司将募资 2 000 亿美元，是上年的 4 倍。这一数字并非空想。比如，高盛和凯雷集团募集的资金均达到 100 亿美元。由于杠杆收购公司在传统上都使用 5 倍的杠杆，2 000 亿美元就意味着有 1 万亿美元需要被投出去。瑞士联合银行的报告含糊其辞地预测它们的平均年回报率将达 15%~20%，但将预测期定在无比遥远的未来。受托人能不能把这些钱派点别的用场？聪明的年轻人是不是能找到别的生意？祝他们好运！

耶鲁基金的戴维 · 斯文森（后面还有更多关于他的故事）在他的精彩作品《领先资产管理——机构投资的新手段》（*Pioneering Portfolio Management*）中指出：过去 20 年，即使是在非常有利的市场环境下，多数私募股权公司在风险调整后的表现都不尽如人意。不过，一流公司做得非常好，而且随着它们的规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

模成长会越做越好。事实上，根据2005年年中“私募股权情报”公布的一份对4 000家私募股权公司所作的研究，1998年到2003年间诞生的规模最大的1/4基金在欧洲比行业业绩高出6个百分点，在美国高出2个百分点。在作为研究对象的24家欧洲巨型基金中，2/3基金的表现都高于平均水平。

斯文森指出，在私募股权领域，表现平庸和差劲的基金比比皆是。仅仅跻身于私募股权这个资产类别并不管用，要真正有能力才行。他说，如果把排名前25%和前75%的美国投资经理们的业绩拿出来比较，固定收益投资经理们的表现差异微乎其微，股票投资经理们的表现仅差3个百分点，而私募股权投资经理们的表现差异却超过20个百分点。

耶鲁基金的数字就证明了这一观点。截至2004年6月30日，它的大型私募股权组合的10年赢利是37.6%，比剑桥咨询公司统计的私募股权经理平均业绩高出14.7%。从1973年开始，耶鲁基金平均每年从其投资的私募股权项目中赚取惊人的30.6%的收益。但正如书中所写的，一年和五年期收益的波动都很大。传统上人们认为，亏损的年份是私募股权进入的最佳时机，而长期持有对投资来说至关重要。

斯文森颇有说服力地论述道：那些致力于改善被收购公司经营业绩的杠杆收购公司，比利用资金杠杆乘人之危鲸吞猎物者更容易取得持久的佳绩。大幅举债来收购业绩平庸或差劲的公司并非好办法，主要是因为把它们转手再出售很难，而且你会非常容易受到经济周期性震荡的伤害。尽管操作者们不愿承认，但对于整个杠杆收购行业来说，未来的环境会比过去的辉煌年代险恶得多。其实，就算是在过去那些黄金岁月，如果你使用与杠杆收购公司同样高的杠杆去购买标准普尔500指数股票，得到的收益也会比同期存在的杠杆收购公司高出45%，这点是斯文森在书中证明了的。总之他认为，杠杆收购公司的投资人并未因巨大的杠杆风险和极低的流动性而得到足够补偿。

2005年6月号的《财富》杂志登了卡罗尔·卢米斯一篇很棒的文章，是关于KKR公司[①]的。他们的成功是因为特别聪明还只是起步得早呢？答案是：多

① KKR公司（Kohlberg Kravis Roberts & Company）是历史最久的全球性私募股权投资公司之一，1976年成立。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半因为后者。从1976年到2004年9月，KKR发起了10只基金，将投资人的210亿美元投入了93家企业。它还借贷了1 090亿美元，也就是使用了5倍的杠杆，这样它所投出去的资金总数达到1 300亿美元。它们的回报为347亿美元，即本金的185%或全部投资金额的26%。也就是说，杠杆是这种生意的关键。在它投资的93家企业里，62家赢利、22家亏损、9家不赔不赚。这几乎算不上是投机！一个股票投资者也很难长期保持这样的比率，而私募股权投资正随着没有经验的新手涌入而变得更艰难。算上所有的杠杆，KKR的最后4只对冲基金的加权平均回报率已经跌落到16%。

你可能会想到，在今天的美国，私募股权公司的日子一定不好过，它们必须体现出赢利才能收取费用。但首次公开发行新股如今更慢，也更难。然而，这些从事私募股权交易的家伙非常聪明，他们已经找到了一条新的退出途径。国库券的利率非常低，而投资界极度饥渴地追求回报，结果，固定收益债券的投资者更倾向于大量购买高回报债券，或者说是垃圾债券。垃圾债券和国库券回报率之间的差距已经降到史上最低点。每个人似乎都忘记了垃圾债券有时会变得名副其实，违约率高得大大超乎寻常。**长期追求高回报事实上会严重威胁你的财务健康。就像有人曾说过的："追求超高的回报如同在枪口下一样危险。"**

如今，私募股权公司会迫使它们投资的企业发行高利率债券，市场对这类债券胃口足够大。然后，它们就用这样募集到的资金来支付大笔的特别红利。当然了，这样使得已经承受着沉重杠杆的企业背上了更重的债务包袱。以下就是它们操作的方式。

2003年12月，一家杠杆收购基金托马斯·H·李合伙公司（简称THL）收购了一家床垫生产企业席梦思公司。他们投入了3.88亿美元资本，其余靠举债支付。2004年夏天，THL想要把席梦思公司推上市，却没能成功。于是那年12月，席梦思公司出售了1.65亿美元的企业债券，并把全部所得以分红形式付给THL，使得THL获得了超过40%的投资回报。而且，THL仍旧拥有席梦思公司100%的股权。2004年，共有价值135亿美元的77笔分红以这种垃圾债券形式实现，另有94亿美元从银行借来的高杠杆巨债以分红形式流入杠杆收购基金。这听起来实在不像常规的公司财务行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外一种生存方式是：一家杠杆收购公司以略高的价格把股权卖给另一家杠杆收购公司，从而兑现利润，好收取投资人20%的利润提成。这类交易叫做“二手收购”。我实在不明白买方怎么会接受这种交易。理论上，卖方已经尽一切努力改善了企业的状况，而且他们比买方更了解企业的真实前景。如果某些投资者同时投资了上下手的两家基金，那么这些倒霉蛋就不得不先支付卖方基金一笔利润提成，然后手里落下和原来同样的一些股权。有人甚至怀疑达成这类交易的上下手基金有时是串通一气的。

在市场到顶和触底时，多数人永远是错的

2005年夏天，我的感觉是很多对冲基金投资者相信股市反弹得有点太快了，觉得害怕，于是开始卖出部分股票。每个人曾经津津乐道的乐观形势好像脆弱不堪，大家又都开始念叨说股市的牛气高得吓人，于是，他们又成为反潮流的看淡者。反潮流显得很有品位，麻烦在于现在人人都反起潮流来。就连华尔街的分析师们也变得反潮流了。最近高盛发表了一份研究报告，开头是这样的：“我们对通胀趋势的最新预测与众不同。”也就是说，作者认为这份预测中最重要的部分不是它的经济分析，而是它的与众不同。看来，现在要想时髦不能做反潮流者，而要做反反潮流者才行。

要解读出市场的情绪并不容易。内德 · 戴维斯研究公司的内德 · 戴维斯研究它们已经多年，他指出，在市场转折点附近，大多数人的感觉永远是错误的。他说道：“**如果一个人能够准确地感知市场何时到了顶或触了底，他就差不多能做到永远正确。**”**然而，除了少数天才，几乎没人能做到这一点。**人们的感觉可能比实际情况要早几周或是几个月，结果会令人十分痛苦。“内德 · 戴维斯市场情绪综合指数”于1999年1月开始表现出极度乐观状态，但事实上，到1999年12月乐观情绪才达至最高点，直到2000年春天股市泡沫才破灭。所以，对于那些1999年1月就卖出股票的人来说，整个一段大行情被错过了；而对于像我这样在1999年12月减持科技股的人来说，也痛失了一小段上升行情。不过，1987年“内德 · 戴维斯市场情绪综合指数”上升到历史最高点，一个月后就发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生了大崩盘。对底部的感觉也是一样，1990 年 8 月该综合指数达到了极度悲观点，其后的 47 天，标准普尔 500 指数又跌去了 12%，达到了最低点。

内德的建议是使用止损手段，但说起来容易做起来难。多数止损指令设定的是 10%的损失线。很显然，随着泡沫越来越大，价格不断飞升，那些原来做空或是过早卖出股票的投机者可能会跑回来，重新买入。但是，他们怎么知道何时该再次卖出呢？拿 1990 年的情况做例子，他们可能在 8 月份买进，然后，当市场下跌超过 10%时，他们的止损机制被激活。刚刚卖掉股票，股市就出现了转机。所以说，止损操作的时间非常关键。如果你把这样的任务交给券商公司的经纪去执行，就很可能便宜了捡漏者。也就是说，你的止损抛售指令可能恰恰在该项资产反弹前被执行。

很显然，你不能永远逆潮流而动。因为在每个浪潮的中段，当市场情绪的影响尚未发挥到极致时，大多数人的情绪几乎永远能够正确地反映市场走向。这时要耐心，等到它发挥到极致为止。用图表就能很清楚地把这些动态捕捉下来。内德 · 戴维斯说道："先随波乘浪直抵波峰，然后逆势而动。转折点往往就在此时。"美林证券作了一份有意思的研究，测试了 4 种主要的市场情绪指数，发现它们在市场顶峰时几乎没有任何预见力，而在底部时却十分合理。摩根士丹利就 VIX 指数[①]作了一项类似的研究，得出了相似的结论。如今，这个人们每天都要关心的心理指数已经跌到了相当低的水平。这本应意味着对当前股价非常高的心理认同度，也就是说，是熊市的前兆。但根据摩根士丹利的测试，VIX 指数在预测顶部时往往不准。好了，流行的观点就谈这么多，这都不新鲜了。市场的性格在不断变化，没有任何一种检验系统能保持永远正确。

另一个市场情绪的指针是媒体，但媒体不可避免地更关注刚刚发生的惊人事件（因为容易写成引人入胜的故事），而不是即将发生的事，所以多年来，《商业周刊》的封面故事是绝好的反向指针。事实上，我的一位朋友只是出于这一原因才订阅这本杂志的，他把所有的封面文章收集在了一起。其他平面媒体和

---

① VIX 指数（Volatility Index，波动率指数），由芝加哥期权交易所在 1993 年推出，是指数期权隐含波动率加权平均后所得之指数。VIX 指数越高，表示投资者预期未来股价指数的波动性越剧烈。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电视商业新闻也能反映出很多东西。一个经典的例子是：在 1979 年到 1981 年期间，油价和通胀飞升。这时各种书籍纷纷问世，专家们预测着超高通胀将出现，随之而来的将是大萧条和美元的崩溃。曾有一度，畅销书排行榜上头 10 本中的 7 本都在谈论通货膨胀及应对措施。就连像约翰 · 坦普尔曼这样聪明的投资家也未能免俗。结果，接踵而至的却并非通货膨胀，而是长时间的通货紧缩，股市债市也进入欣欣向荣的时期。

在 2004 年 12 月，当美元处于低位时，《经济学人》（或许可称全球最受尊敬的商业杂志）刊出了一篇封面文章——《正在消失的美元》，数篇文章都在讲述沃伦 · 巴菲特如何大规模做空美元，以及另一位著名投资家将做空美元者比做“灌篮高手”。华尔街经济学家们滔滔不绝地讨论着双赤字；深受爱戴的皮特 · 彼得森推出了看淡美元的新书《凭空跃进》（*Running on Empty*），马上成为畅销书；对冲基金前所未有地做空美元。

我承认，在那样疯狂的大潮中，我也不得不屈服，和别人一样做空美元。结果怎样？美元触底之后强劲反弹，将 DXY 指数推升了将近 10%。大幅使用杠杆的投机者损失惨重。当然了，后来美元再次坚挺，人们就又找出了许多美元应当坚挺的理由：欧洲大陆离心离德，美国短期利率高于欧元和日本短期利率，美国经济增长走强，美联储采取紧缩政策，双赤字开始缩水。到 2005 年春季末，新的媒体潮流又变成热议房地产泡沫及其破灭的恐怖后果了。这时，专家们又开始警告说：房地产如同一场淘金热，存在着巨大的泡沫，泡沫破灭将带来空前的灾难。2005 年 4 月 11 日，《商业周刊》又忠于职守地推出了《房产热之后：即将到来的下滑对经济和对你意味着什么》。《财富》、《价值》、《经济学人》和《纽约时报》跟风而上，极力附和。我却不敢苟同。

丈母娘因素——以及其他反向指针

我留心的还有一种市场情绪的指针，也就是人的感觉。**某些人具有一种不可思议的本能，总是在一种市场趋势发展到强弩之末时投身进去。他们就是非常有用的反向指针。**我的合伙人西里尔的岳母就具备这种奇妙而宝贵的特质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

她是个有魅力、有智慧的女士，但天生不适合玩儿股票。可是，她的生活圈子又与投资界有着千丝万缕的联系，她总是能听到各种关于市场的言论。她没兴趣干预西里尔的生意，因为她知道自己所知不多。只有当她感觉自己可能会错过什么天大的好机会时，她才会和西里尔说。在过去几年里，有3次她跟西里尔谈起某个投资想法，每次她一谈过，她想投资的东西准会掉头下跌。

最近一次是在2004年12月。那是一个星期天的晚上，她和西里尔正在给两个小孩儿喂饭。当她试图把一勺麦片塞进一个孩子嘴里并被拒绝之后，她突然嘟囔了一句："我看美元好像还会跌。我们再去欧洲玩儿怎么办？我难道不该买点欧元吗？"

正在旁边的奥丽维亚（西里尔的妻子）强忍着才没笑。

"哦，"西里尔说，"你怎么会想到这个？"

"每个人都这么说嘛！"

第二天，西里尔跟我说起这事，然后，十分灵验地，欧元在新的一周触顶之后急速下跌。我说道："瞧，看来你岳母真是个反向指针，我们应该把她当做新的市场晴雨表。不过如果她真的这么准，你就应当珍惜她。告诉奥丽维亚下次不许笑。反向指针很容易失效，要是你岳母知道你在把她用做反向指针，她的思维就会受影响，就变得不灵验了。你必须得让她保持完全下意识。"不过，我现在在书里写到这点，也会把她的魔力破坏了。

我是认真的，有些人确实是非常有用的反向指针。几年前，有个高盛的销售人员和我聊过多次。我是真心喜欢那家伙，他很认真尽职。他知道他的工作是向我传达高盛的分析师和战略师们的观点，而不是发表自己对于投资的意见。然而，他每次谈到自己在心底里非常支持的观点，就会显得特别有自信。他会滔滔不绝、非常雄辩地举出各种例子，告诉我有多少大钱正在涌向那个方向。然而，几乎是百试不爽地，每次他一表现出这种信心，他所鼓吹的那种趋势准会很快结束。每当这时，我总是会非常耐心地接听他的电话。

后来，有一晚，在高盛的一个研讨会后，可能是喝多了点，我跟他坦白了他对我们的重要性。话一出口我就后悔了。从他的眼睛里，我可以看出他受了伤，觉得受了侮辱。在此之后，他仍恪尽职守，但我能感觉出那股奇妙的激情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经不复存在。他老是琢磨着自己是不是又掉进了陷阱，甚至有时候还特意问我。最后，我们两个人的脑子都乱成一团，我努力想要听出他的本意，他则费力地解剖自己的真实思想。我们美好融洽的关系就此完结。

还有一种出神入化的市场情绪指针就是：除非出现真正彻底的“投降”，否则熊市不会结束。投降是绝望地、无条件地放弃。如今人们认为，漫长的熊市带来的痛苦和折磨还远未结束，仿佛是冥冥之中的金融之神正在惩罚他的贪婪子民。在好日子到来之前，他要让所有的坏蛋受够惩罚，要让恐惧彻底地战胜贪婪。让坏蛋们血流成河或许会大快人心，问题在于那血流中说不定也有你的几滴。但不管怎样，人们还是知道，20 世纪 90 年代泡沫破灭的后遗症不大可能像 20 世纪 30 年代或 70 年代后半期那样严重。

投降理论的症结在于：如何判断人们是否真的投降了。在 21 世纪的头 3 年里，当企业家和投资者们的个人泡沫破灭时，他们可能觉得自己已经缴械投降了。但这就够了吗？有的恶人受到了惩戒，有的锒铛入狱，但旧日的游戏仍在大量上演。在我的字典中，对投降的定义是“无条件投降”，但这个词还有许多同义词，比如撒手、撤退、让步、放弃……各种投资典籍对此也少有论述。查尔斯·金德尔伯格的经典大作《经济过热、经济恐慌及经济崩溃》中什么都没说；罗伯特·索贝尔的那本非常细致的《华尔街恐慌》（*Panic on Wall Street*）认真地讨论了市场从恐慌或熊市中恢复所需的时间，但也没说到任何相关的标志。

索贝尔对于恢复期长度的历史研究也缺乏结论。他发现在 1837 年的大恐慌之后，直到 1844 年市场才恢复冷静，而 1873 年的大恐慌持续了 6 年。多数人认为，在 1929 年的大崩盘之后，人们等待了 20 年才等来新的牛市，不过，在大熊市中，如果出现持续数年的反弹，也可以被看做一个新的牛市。但 1970 年熊市之后的情况又与此不同。再追溯到 1792 年、1869 年，以及历史上的“北太平洋恐慌”[①]，市场都是很快恢复平静的。

现在，我们在上一个牛市到顶之后又度过了 5 年，这是一个微弱的反弹还是一个新的牛市？我猜是后者。

---

① 1901 年因投机者抛售北太平洋铁路公司股票而造成的著名股市恐慌。——译者注

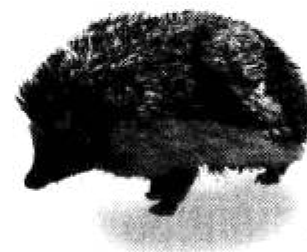
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第十一章
一代又一代：俾斯麦与耶鲁基金

在参加过那么多会议之后，我开始思考一些问题：对于家庭财产来说，什么样的长期实际收益才是合理的？前人应当如何为后代规划投资？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我分别在一家家庭信托基金和一家基金会担任董事。在参加过那么多会议之后，我开始思考一些问题：对于家庭财产来说，什么样的长期实际收益才是合理的？前人应当如何为后代规划投资？在这一领域，弗里茨·斯特恩写了一本有趣的著作《黄金与钢铁：俾斯麦、布莱希罗德与德意志帝国的缔造》(*Gold and Iron: Bismarck, Bleichröder, and the Building of the German Empire*)。我第一次读这本书大概是20年前，它的内容是关于权力、金钱、实际收益以及保护后代的。

用以传承财富的林场

吉尔森·布莱希罗德是一个19世纪的德国犹太人，他的一生与巨大的财务胜利、迫害及个人悲剧联系在一起。奥托·冯·俾斯麦代表着旧普鲁士——那个贵族的、农耕的、等级森严的国度，是俾斯麦的野心与远见把“第一帝国”变成了真正的帝国。1859年，37岁的银行家布莱希罗德被俾斯麦罗致帐下，成为这位正冉冉升起的容克[①]外交家的投资顾问。在此后的30年间，这两人运用自己的眼光和能力获得了巨大财富，爬上了人生的顶峰。在19世纪的德国，普鲁士贵族有雇用犹太顾问的习惯，正如俾斯麦的妙语，犹太顾问是贵族们的“秘密武器”。对于一名投资顾问来说，这正是一种无上的恭维。

布莱希罗德不仅是俾斯麦的秘密武器，还是他的投资顾问、金融市场专家和重要智囊。他是俾斯麦政府的灰衣主教[②]，他自己也刻意让大家明白这一点。

① 容克（Junker）为对昔日普鲁士贵族的称呼。——译者注

② 灰衣主教（éminence grise），指幕后操纵者。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他利用自己的地位来达成许多商业目的（例如购买热门股票）和社会目的（例如安排他女儿的婚姻）。经过多年，他建立起一家伟大的公司，并且成为德国最富有的人。

幸好那个年头还没有证券交易委员会，因为布莱希罗德替自己和那些匿名客户做交易全靠内幕消息。很明显这其中会存在巨大的利益冲突，而布莱希罗德总是很善于把握时势的脉搏。比如，在某一个时期，因为德国政府即将宣布的一些政策将有利于俄国铁路股，德国首相本人的投资组合就有70%被投到了俄国股票上；再比如，他们会购买一些优秀公司的股票，买时价钱很便宜，然后俾斯麦就会做出些事情，让这些公司的股票升值。

俾斯麦和布莱希罗德都具有多重性格，用俾斯麦本人的话说，他们两人都放纵好色，却始终无法与女性建立起真正亲密的关系。如何打入柏林那浅薄却耀眼的上流社会始终是布莱希罗德的心病。他虽然已在政治和金融舞台上身居高位，却仍然极度渴望得到人们的尊重与接受。他在他的豪宅里狂欢，挥金如土，而宾客们却在窃笑主人的暴发相。他矮胖的妻子披金戴银、独守空房，而他的几段罗曼史又被官司和恐吓搅得黯然失色。

俾斯麦亲王努力维持着自己高大光辉的形象。他是著名的“铁血宰相”，一手打造了崭新的德国工业和政治帝国，亨利·基辛格称他为“白色革命家”。然而，他也是一个难以捉摸的人：贪婪、傲慢、忧郁、多疑。他饱受着神经衰弱和暴躁症的困扰。私下里，他经常谈到他的精神问题并为自己的性能力担忧。除了管理德国，他的主要追求就是在股市上挣更多的钱，好买下一块又一块林场。他对身边的人都很坏。

然而，这两个人都生有那种神秘的“天眼”，能看到眼下的某个举动可能在未来引发的一连串事件。直到今天，这仍是投资成功的要诀。尽管生活在那样一个充满神秘、动荡和怀疑的时代，他们却有能力保持冷静、坚持自己的世界观，从不匆忙作出结论。

布莱希罗德借助和发挥了俾斯麦的洞察力，给自己和自己的主人挣来大笔财富。他还具备一种特质，就是俾斯麦曾说过的“投资胆怯症”。他告诉自己的客户，他将使他们得到4%的真实年收益（扣除通货膨胀因素后的收益），也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是说，他们的购买力每 17~18 年就能翻一番。他的胆怯使他躲开了 19 世纪 70 年代的新发行市场以及后来让许多德国人和银行倾家荡产的殖民地投资热。换句话说，他发了财是因为他能坚持。我计算了一下，他替俾斯麦管理的账户在长达 25 年的时间里维持着平均每年 10%的复合增长率，而同一时期的年均通胀率才不到 1%。俾斯麦对此十分满意，但仍然一直把利润抽走，用于购买土地和森林。他坚信：投资纸质证券是赚快钱的好方法，但真正的财富却要靠能够生长树木的土地来保存。

俾斯麦对林场的胃口是永无餍足的。他的理论是：土地的价格会随着人口增长而逐步升高，差不多每年 2 个百分点。他的研究还显示：德国的木材价格每年上涨 2.75%，而那一阶段的通货膨胀几乎为 0，所以他从林场获得的实际收益率约为每年 4.75%。即使出现通货膨胀，他也确信他的土地和木材会随之升值。他认为，这是一种无须冒什么风险的财富投机。事实证明，俾斯麦完全正确。接下来的 50 年，在战火频频、通胀飞升、投降和萧条接踵而至的德意志，林场比其他任何东西都更能保值。

读到此，德国投资者对投资回报那种谨慎而实际的态度让我不禁想起戴维 · 斯文森和他的耶鲁基金会。斯文森一直在非常明智地压低大家对基金回报的期望值。他认为目前大家的期待仍然太高，学校和校友们应当接受一个现实，那就是基金会在 20 世纪 80 年代和 90 年代获得的高回报纯属偶然。不幸的是，目前多数美国投资者都对投资回报抱有过高的期望，他们的失望是难免的。

有一个关于温斯顿 · 丘吉尔和过度期望的故事，不知是杜撰还是真有其事。

那是 20 世纪 30 年代，赋闲而经济拮据的丘吉尔在剑桥教一门人类学课程。一天下午，他站在讲台上，像往常那样带着调皮的表情，对着满堂学生提出一个问题：“人类身体上的哪个器官会因外界刺激而放大 12 倍？”

全班鸦雀无声。得意扬扬的丘吉尔叫起第十排的一位女生。“答案是什么？”他问。

女生满脸通红地答道：“嗯，显然是男性的性器官。”

“错！”丘吉尔说，“谁知道正确答案？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一名女生举起手："是人类的瞳孔，它会在黑暗中放大12倍。"

"正是！"丘吉尔高声道，然后转向倒霉的前一名女生，"年轻的女士，我要告诉你三件事。第一，你没做作业；第二，你思想不纯；第三，你注定要大失所望。"

美国的股票投资者也注定要大失所望。调查显示，这些人期待在未来的10年，股票的名义回报率能够达到一年15%，通胀调整后的实际回报率能达到12%~13%。

俾斯麦还担心自己的后代在继承了股票和债券的投资组合后会不知如何管理。他对于投资顾问们缺乏信任，也认为他的后代不大可能再找到一个布莱希罗德。所以，他喜欢拥有林场，觉得这种财富生生不息、稳稳当当。土地和木材不需要投资天才就能管理，他的后代只需永远保有它们，并通过卖出木材获得收入。遇到涝天时，他们也无须担忧，因为树木会得到雨水的滋润。

这样简单的道理还有很多。今天，当你把你的金融资产留给孩子们，如果他们本身不是投资行业中人，又该如何管理这些资产呢？**就算是最伟大的成长股也会衰老、死亡。要想为超过一代人有效地管理投资，没有任何地方可以信赖托付。大多数经纪人不能指望，大型信托机构充斥着庸才，而最活跃的投资公司在创始人谢世后也往往会业务凋敝。考虑到这一切，为后代留下林场，并规定不能出售的限制条款似乎是聪明之举**。不过，单纯的资产托管也可能是危险的。回想过去，在1920年掌控着纽约、纽黑文和哈特福德铁路股份和那些一度控制着美国电话电报公司的家族都未能长盛不衰，原因是他们僵化不思变革。**林场似乎没那么脆弱，但靠林场很难传承巨大的财富，原因很简单：没有那么多地可买。**

耶鲁基金：从破产到卓越

我在纽约和戴维·斯文森吃午饭时，心里还在想着刚刚参加的董事会和世代传承财富的困难。我在前面提到过，斯文森是耶鲁基金会的管理者。我深深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相信，在老伊莱休[①]之后，斯文森是对耶鲁贡献最大的人。耶鲁似乎更该授予斯文森一个荣誉学位，而不仅仅是把这样的光荣给予那些退休政客和名声显赫但与学校毫无瓜葛的学者。自斯文森1985年接任首席投资官以来，耶鲁基金以16.1%的复合年收益率增长，这是任何大学或学院基金会从未企及的水平。哈佛基金的收益率是14.9%，位列第二。在所有的大型机构投资者中，耶鲁基金的业绩高居前1%。耶鲁基金的使用有一个可变的平均长期目标使用率，这个比率已经从4.5%提高到了5%。如今，基金为大学提供了30%的运营资金，而在1993财年这个比例仅为14%！就这样，耶鲁大学从它强大的投资活动中受益良多，规模巨大的基金和经调整后逐步升高的基金使用率都使得学校财源滚滚。

管理捐赠基金的表现对一所大学的财务状况至关重要（甚至决定了一所大学能否生存）。一流的私立大学是很难仅靠收取学费维持开支的，也不能无限制地依赖校友捐助来填补窟窿。在斯文森上任以前，耶鲁基金可以说是基金管理方面的反面教材，而今，它变成了实实在在的正面教材，被哈佛商学院写成案例（“耶鲁大学投资办公室”，2003年6月），用以说明极为成功和超常的投资组合管理应该是什么样子。

要想研究长期管理一大笔捐款的危险与陷阱，可供使用的数据很少，而耶鲁基金正是这方面的一个出色的历史记录。

耶鲁于1701年建立，但直到19世纪初基金会才宣告成立，其启动资金来自于大批校友为学院独立所提供的捐款。1811年，耶鲁学院的财务官詹姆斯·希尔豪斯和另两位身为成功商人及社会名流的受托人——伊莱·惠特尼与威廉·伍尔西——共同创办了纽黑文鹰银行（Eagle Bank）。他们对于这家新银行的成功与发展坚信不疑，于是把自己的财产及耶鲁基金会的大部分资金都换成了银行的股票。不仅如此，他们还举债购买了更多股票，而当时，耶鲁的财务状况正岌岌可危，学院欠了大笔债务未曾归还。

到1820年时，全部捐款（除极少数外）都被买成了鹰银行的股票。1825年，一声晴空霹雳，由于一笔抵押贷款的失误，银行宣布破产清算，并把纽黑

① 耶鲁大学的前身为一所教会学校，1718年，因英国商人伊莱休·耶鲁（Elihu Yale）慷慨捐助而更名为耶鲁学院，后发展成耶鲁大学。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文市的经济推向衰落。捐款基金的价值缩水到只有 1 200 美元，耶鲁的前途也阴云密布。

我想，这段历史具有巨大的教育价值。**首先，管理捐款的第一守则永远是分散投资，避免把所有鸡蛋放进一只篮子里。其次，找名人来管理资金并不能保证他们很懂得投资。再次，应当避免关联利益。**希尔豪斯、惠特尼和伍尔西是银行的创始人和投资人，却共同把持了基金委员会。就算他们的初衷是好的，但最终还是给他们深爱的学校造成了巨大损失。想一想，如果鹰银行没有破产，耶鲁基金滚动到现在该是一个多么庞大的数字！荒谬的是，在这样的灾难之后，纽黑文仍有一条主要街道以希尔豪斯先生命名，耶鲁则把体育馆定名为佩恩·惠特尼，把它最宏伟的一座历史建筑定名为伍尔西大厅。

耶鲁侥幸生存了下来，到 1900 年时，捐款又达到了 500 万美元，但仍然只是由财务官和受托人三心二意地经管着。耶鲁大学由一个名人组成的小小委员会管理，这些人每年花上些时间（每年 6~8 次会议，每次会议为期两天）来商讨相关事宜。20 世纪 20 年代，由于较多地投资在股票上，基金成长迅速。到 1929 年时，耶鲁基金的 42% 都被投资于股市，而当时大学基金投资在股市上的平均比例只有 11%。结果，耶鲁基金成长得比哈佛或普林斯顿的基金都大。然而，在 20 世纪 30 年代的大熊市期间，它再次遭到重创。

20 世纪 30 年代晚期的耶鲁财务官劳伦斯·泰伊是个聪明谨慎的好人，但做事过于畏首畏尾。他从熊市的损失中得出结论，认为耶鲁基金应当投资 2/3 于债券，股票不能超过 1/3。他还坚信，财务官与名声显赫的受托人最有能力选择应当投资的股票。接下来的 30 年中，基金基本是由受托人管理的，那些人来来走走，“善意的疏忽”使得它的业绩乏善可陈。由于把 70% 的资产投资在高等级固定收益债券上，耶鲁坐失了股票牛市的机会，却没能逃开债券大熊市的打击。

到 20 世纪 60 年代晚期，在长达 20 年的股票牛市之后，受托人们作出了一个迟到的决定：大幅增加股票投资的比率。他们在很大程度上受了当时的福特基金会主席、传奇人物麦乔治·邦迪[①]的一篇报告的影响。邦迪毕业于耶鲁。

① 麦乔治·邦迪（McGeorge Bundy），肯尼迪时期曾任国家安全顾问。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该篇报告论述道：大多数基金会都因为害怕出现另一次大崩盘而表现得过于保守，而“这种忧虑经不起冷静的推敲”，股票，尤其是成长股，应当成为基金投资的重要目标。

到 1968 年，报告中的结论成为流行的观点，这部分是因为股票在过去 20 年间的出色表现，部分也是因为邦迪的威信。还在圣保罗学院上预科时，麦乔治就被公认是一名奇才。人们把他看成美国的凯恩斯。在圣保罗学院时，每学期公布分数排名榜，邦迪总是垫底。他申请加入院务委员会那年，学校要求申请者在两个题目中挑选一个写成文章：“我去年夏天做了什么”或“我最爱的宠物”。

邦迪却没按要求写，而是写了一篇攻击考试设计者的文章，说这些人公布成绩毫无意义，考试与成绩根本无法解决现实世界的问题。头一名评分老师给了他 0 分，因为他既傲慢又没按要求写作。第二名评分老师却给了他 100 分。主评分人一锤定音：在读了太多的关于宠物和假期的文章之后，他给了邦迪一个好分数。在考试的另外两个部分，邦迪也表现出色，于是，他成为第一名以优异成绩进入校务委员会的学生申请人。从耶鲁毕业不久，他就被哈佛聘用，这使他灵感迸发作了下面这首歪诗：

周一出耶鲁，
周日进哈佛；
毕业就把学监做，
这个小伙真不俗。

后来，作为越战的智囊，邦迪的威信受到了质疑，但在 1969 年时，他还如日中天。为投资表现忧心忡忡的耶鲁基金受托人们决定迈出决定性的一步。他们不仅大幅度提高了投资股票的比例，而且决定在波士顿成立一家新的投资管理公司：基金会管理与研究公司（简称EMR）。他们为这家公司引入了最激进的成长股和新兴股票投资者（在那个年代，他们被称为“枪手”）。他们的想法是，耶鲁大学将拥有EMR的部分股份并成为公司最大的主顾。

这一冒险以灾难收场。成长股（尤其是新生的小型股）已经达到峰顶，枪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

手们很快逃散；美国股市经过高峰，漫长的熊市不久后开始了，将标准普尔 500 指数拖下 45%，成长股尤其遭到重创。

在接下来的 10 年中，通胀调整后的基金价值缩水了一半，耶鲁大学的财务状况变得一团糟，连修树剪草都一度中断。幸好校友们依旧慷慨，但基金不尽如人意的表现也影响了筹资的结果。1979 年，耶鲁决定退出 EMR，EMR 关门停业。这一回，基金会又犯下了同样的错误，再一次盲目相信所谓的伟人之言。伟人的确很聪明，可惜不谙投资之道。耶鲁再一次因为未能分散投资而栽了跟头。

当然，在 20 世纪 70 年代，麦乔治 · 邦迪头脑中肯定有很多更重要的事情需要思考。不幸的是，他的投资建议大错特错，却又影响广泛。受害最深的要数著名的福特基金会，邦迪在该基金会有着举足轻重的地位。集体思维的失责与委员会的疏忽也是部分原因。1980 年，《哗尔街日报》[①] 登出了一则绝妙的广告：

我们犯错你受益！！

金钱投资是一场零和游戏，每有一个赢家，就必有一个输家！

如果你卖出的是我们买入的，或是你买入的是我们卖出的，就发财了！

1968 年我们大量投资于股票，到 1974 年我们下跌了将近 50%！在 1973 年到 1975 年期间，我们在房地产上投资了超过 1.5 亿美元——不是任何房地产，我们的投资集中在亚特兰大——我们输了个精光！1978 年，我们从哈佛雇用了一名聪明的理论家顾问，他的“收益倾斜”模型告诉我们：能源股的价格被高估，而汽车股十分便宜。听起来十分有理，于是我们在股价 8 美元时卖出了得克萨斯油气公司，在股价 60 美元时买入了通用汽车。我们损失了 33%。如果你与我们所做的正相反，你就能赚进 430%！

所有投资者都会作出一些错误决策，但我们错得特别多——而且经常

① 《哗尔街日报》（*Bawl Street Journal*）是纽约债券俱乐部发行的一份讽刺华尔街人与事的幽默小报，故以《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）的谐音命名。该小报于 1917 年开始发行。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不断。如今，你们终于有机会从我们的错误中获益。一年只要 1 万美元，你就能收到我们的财务委员会季度会议纪要，从中你可以看到我们的投资哲学。每年再多花 2.5 万美元，我们就会每月用电话告知你我们对市场的见解。一年只要 10 万美元，你就能够收到我们的交易记录单副本，这样，你就知道每天不该做什么了。这就是我们的“反向理论”。

这样的邀约可能显得奇怪，你不妨这样去理解：我们总是无法作出对的决定，但如果能让你从我们的错误中受益，我们自己也就终于找到了一种从错误中受益的方式。

现在就注册吧。时间有限。我们马上就要重组我们的投资组合，我们不想看到你们也犯下同样的错误。

福特基金会

并非施舍

接下来的 5 年，对耶鲁基金的管理处于松散状态。直到 1985 年，在耶鲁获得博士学位的斯文森被教务长和经济学家詹姆斯·托宾相中。真是慧眼识珠，尤其是当时 31 岁的斯文森还从未扮演过职业投资人的角色，只是在投行干过 6 年。不过，托宾曾经教过斯文森，知道他聪明、擅长分析、乐意挑战惯性思维。后来，斯文森又雇用了他学生时代的熟人迪安·塔卡哈希，两个人并肩作战。凑巧的是，虽然这两个人都有无数机会跳槽到收入更高的地方，他们却都十分喜爱耶鲁的学术氛围和这份工作的挑战而不愿离去。他们也都在耶鲁教课。根据 2005 年 7~8 月号的《耶鲁校友杂志》介绍，斯文森在 2003 年的薪金是 100 万美元，这是耶鲁员工中最高的工资。

如今规模在 226 亿美元的哈佛基金在过去 20 年间得到了出色的管理。在 2004 年 6 月 30 日结束的财年中，基金上涨 21.1%。哈佛同样也很少投资于国内股票，而是大量投资于房地产、外国股票、绝对收益证券和林场（包括投资 6 亿美元在新西兰的一片森林）。哈佛管委会自己管理着大规模的绝对收益资金，为留住出色的投资经理，他们制订了慷慨的业绩激励计划。在这一计划下，他们付出了不菲的薪酬（3 500 万美元），某些无知校友因不理解而怒火中烧。结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果，哈佛管委会四分五裂，核心人物杰克·迈耶和许多投资经理纷纷离职，建立了自己的对冲基金。不知哈佛管委会还能不能重整旗鼓。耶鲁无疑要幸运得多。

斯文森和迪安奉行五条基本原则。**第一条，坚定地相信股票。**作为投资者，他们想成为企业的主人，而不是债主。**第二条，拥有多样化的投资组合。**他们认为，避免大量持有单一的资产类别将大大降低耶鲁基金的风险。虽然耶鲁基金会的员工都非常专业，但除非估值的变化十分极端，否则他们不会时时调整资产的分配。**第三条，通过聘用出色的投资经理并在信息不完整和流动性不强的非公开市场投资，有可能获得更高的累计回报。**这才是耶鲁的员工最花精力的领域。

第四条，除了最常规的交易，耶鲁都应当聘用外部经理，并应对这些经理十分了解。第五条，注意外部经理们面对的各种有形的和无形的诱惑。他觉得多数资产管理公司的首要目标都是争取更多资金而非提升投资业绩。他非常不愿雇用与投行或共同基金有瓜葛的投资管理公司，因为其中可能存在利益冲突。他希望他使用的投资管理公司里是一些真正做投资的人，而不是商人。他说道，商人只在意自己管理的资产规模，而不在意如何创建追求卓越的文化。商人可能会毁掉投资管理公司。

斯文森不相信熊市已经到底。他认为从国内证券（包括股票和固定收益债券）到私募股权的广大资产类别价值仍被高估，而公众尚未吸取教训。他相信在未来5~10年（从2006年起），股票和债券的收益都不会高，在美国尤其如此。所以，耶鲁基金对国内交易证券的投资比例已经从1984年的75%降到了今天的22.5%。与之形成对比的是，美国的教育机构基金平均将54.3%的资金投入本国股市。耶鲁则将投资分散于多样化的资产类别，如绝对收益导向型对冲基金（这些基金能够持续带来8%~9%的回报）、林场和新兴市场股票。他相信这些资产类别的定价还不是十分有效，也就给了优秀投资者一些机会。

斯文森说2005年6月结束的财年收益率在20%左右。在截至2004年6月30日的10年间，耶鲁基金实现了年均16.8%的复合收益率，实际收益率则在13%左右。在过去的20年中，复合收益率达到16.1%，也就是说基金的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值增长了将近10倍。斯文森十分怀疑下一个10年是否还能取得如此丰硕的成果。他当前的资产分配和资产类别预期收益约为每年6.2%，风险或波动性则为11.1%。由于基金现在较多地投资于非常见的资产类别，不同经理业绩间的差异可能会更大。因此，他期望通过好好选择投资经理来使耶鲁基金获得高于6%的实际收益率。在年报和演讲中，他反复提到回归平均值的道理，并强调基金前些年的高收益率很难长久保持。耶鲁基金会办公室共有20名员工，包括秘书在内，但聘用了上百名外部经理。

在我眼中，耶鲁基金的兴衰生动地证明了数代人传承管理财富的困难。我想说的是：管理投资的那个人（或那几个人）至关重要。靠委员会是不行的。委员会可以挑选管理人，最好他们在这方面有点眼光，但无论如何他们不应介入实际的资产分配工作。在投资时依靠充满妥协的集体决策注定会失败。至于如何发现戴维·斯文森这样的人才，就不是我能告诉你们的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十二章
大自然的神秘力量与集体智慧的愚昧

一团和气、开开心心的会议可能是陷入集体思考的前兆，而质疑、激烈的争论，甚至紧张气氛则是好现象。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一段投资做得不顺，我同意去见一个人，他提供非常昂贵的市场技术服务。我们就叫他“缅因”吧，因为他来自缅因州。是我们的一个重要投资人恳求我去见一见这位技术分析师，据说此人精通斐波纳契数列。那位投资人给我看了缅因在2002年10月14日和2003年3月8日发布的周报，两次他都正确地预测了市场底部，据说他使用的工具正是斐波纳契数列！

总的来说，我相信技术分析最好与基础研究结合在一起使用。我也常看图表，但只是通过它们了解资产价值已经到了哪里。我认为在决定买入或卖出的时机时，阻力位和支撑位都值得考虑，因为那么多人都对此十分关注。由于太多懒于作基础研究的投资者笃信技术分析可以预测股票走势，就连我这种对技术分析毫不相信的人也至少得了解一些技术模式，因为它们影响着投资者的行为和股价。

斐波纳契数列却是另一回事，人们很难不对它着迷。**我并不相信超自然的力量，但深信在大自然和生活中尚有许多不为我们理解的力量存在。股市的存在就是一例，这只黑暗、神秘的野兽，它映射的不仅是经济和商业形势，更是人类的贪婪与恐惧。**另一个例子便是斐波纳契数列。很多投资者根本不了解斐波纳契数列，或许他们应该了解。

尼古拉斯·斐波纳契生于1175年的意大利，他对研究数字十分钟情，并且一定是位数学天才。1202年他出版了一本《算盘书》，把阿拉伯数字引入欧洲。在其中，他还写到他对于一串神秘数字的发现，他认为这一数列正是宇宙构造的基础。他以提问的形式开始：

有人把一对兔子放在一个地方，四周围上围墙，想弄清一年能生出多少对兔子。假设每对兔子每个月能够生出一对兔子，而兔子出生两个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后能开始生育。那么答案是：1，1，2，3，5，8，13，21，34，55，89，144，233。数列中的第一百个数字是 354 224 848 179 261 915 075。

斐波纳契接下来研究了这些数字，并发现它们具有许多奇异和迷人的特点。比如说：

- 任意两个相邻数字之和为下一个数字。
- 在头 4 个数字之后，每个数字对前面隔一位数字的比总是接近于 261.8:100，每个数字对前一位数字的比总是接近于 161.8:100。
- 用任何一个数字去除后面和它隔一位的数字，得出的商总是 2，余数总是这个数字的前一个数字。
- 任何一个数字的平方减去它前面隔一位数字的平方，得出的总是一个斐波纳契数列中的数字。
- 自 1 开始，数列中任何一段数字的平方和，等于这段数字最后一位与其下一位数的积。

最具广泛意义的发现是：在头 4 个数字之后，你用每个斐波纳契数字去除它的下一位数字，就会发现这两个数字的比例接近于 0.618（数字越大越是接近）。而 0.618 就是魔力所在。0.618 被称做黄金比例，是绝对美感的数学公式。它是巴台农神庙、向日葵、蜗牛壳、希腊花瓶、扑克牌以及外宇宙涡旋星云形状的数学基础。以它为基础的矩形或螺旋形是宇宙中最悦目的形状。

黄金比例，或者叫做“phi”，以及我们所说的“对数螺旋”无处不在，几千年来让人类无比着迷。古埃及人是高度智慧的天文学家和数学家，但作为神秘主义者他们相信转世与来生。吉萨的大金字塔是他们文化的不灭丰碑，其宏伟设计从内部和外部都依据着黄金比例。它的高度是基底宽度的 61.8%，基底宽度的一半放大 161.8 倍再开平方正好等于金字塔的高度。埃及人用英寸作为标准度量单位，大金字塔的高度是 5 813 英寸（5、8 和 13 都是斐波纳契数字），其基座内切圆的周长是 36 524.2 英寸。埃及人是如何算出一年的真正长度是 365.242 天的呢？大金字塔的所有比例都与黄金比例暗合，埃及人将此视为创造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的标志，也就是说可以孕育出无穷。

希腊人也知道0.618，他们管它叫“黄金分割点”，并视之为一切艺术与建筑的基础。他们相信黄金分割点在视觉上让人极度愉悦，因为人类可以从中看到生命构造的迹象。他们相信在完美的人体中，肚脐正处于黄金分割点，而脖颈、眼睛、腿与手臂中也都包含着黄金分割率。数列的秘密随着希腊的衰落而失传，直到被斐波纳契再次发现。17世纪，雅可布·伯努利将黄金矩形变换为黄金螺线，并将其与大自然的模式联系在一起。列奥纳多·达·芬奇使用黄金矩形（1.618 ∶ 1）来设计他的许多画作，畅销书《达·芬奇密码》还提到了这一点。

斐波纳契数列、黄金矩形和黄金螺线在自然界中广泛分布。《科学》杂志围绕这一主题推出了数篇学术文章，显示数列存在于雏菊花瓣、向日葵种子（逆时针55和顺时针89）和叶序、动物犄角、爪子、牙齿、贝壳，甚至于蜘蛛网中；连细菌也按斐波纳契数列的规律分裂。按《科学》杂志的说法，这样的例子不胜枚举。人体有5个末端、手脚各有5个指头，在音乐中八音阶有13个键，其中8个白键、5个黑键。最悦耳的和弦是大六度，而E音同C音振动频率的比例则是0.625:1。就连耳朵本身也是黄金螺线。

没有一种理论可以很好地解释斐波纳契数列何以会存在。有人说上帝是位数学家；其他人则认为这纯属巧合，是某些头脑发热者的狂想。有的科学家认为，斐波纳契数列和黄金螺旋分布是如此之广，它们一定属于某些重复出现的成长模式；还有人则认为这只是数量积累的自然方式，并无任何美感可言。

你一定猜得到，也有人试图用斐波纳契数列来解析股市，其中最有名的当数20世纪30年代早期的R·N·埃利奥特。他认为，人类兴衰发展的路径并不是随机的，而是由一个进三步退两步的大循环组成，而股市的波动十分准确地反映了这种循环。20世纪60年代，《银行信贷分析家》杂志的编辑汉密尔顿·波顿大量分析了埃利奥特的波段理论并写成文章，鲍勃·普莱希特也是这一理论的忠实信徒，他运用埃利奥特的波段分析正确预测了20世纪80年代初期的熊市，并认定1987年是关键一年。果然，1987年市场大跌，普莱希特也因此成了投资界的名人，广受追捧。1990年他写了一本书，谈及正在迫近的潮流、厄运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和灾难，就我所知他从此看淡股市。问题在于，他对大循环的计算并不准确。

在日本，大牛市的晚期，摩根士丹利有一位市场战略师采用了一个大阪大米商人的定时策略来作投资决策，那也是斐波纳契数列的一个翻版。就像其他许多类似的系统一样，用它来检验历史显得与实际非常吻合，但在实时预测时它却毫无效果。那个家伙错过了一波，后来在1990年日本股市崩盘时全军覆没。要想用斐波纳契数列预测股市，其问题永远在于：把何处当成起点以及如何确定波段才是正确的。波内有波，许多斐波纳契数列的信徒宣称自己有预测近期股市动向的能力，我对此表示怀疑。斐波纳契—埃利奥特计算法以往的准确性并不高，如果笃信这些教条，你可能会遇到大麻烦。

斐波纳契数列很有力，但对于市场分析来说太神秘了

就这样，我有些不情愿地见了那个来自缅因州的斐波纳契专家。他很年轻、体面，态度真挚而热切。很显然，他是个热诚的信徒。“上帝一定是个数学家。”他边说边从一只有机玻璃筒中抽出一个卷轴，把它在会议桌上展开。那是一幅长卷，从会议桌的这头直铺到那头。上面是一幅名为“大循环年代的斐波纳契区间”的图表，展示了从1789年开始的美国股市，图上布满细细的蓝色线条和密密麻麻的手写注释。然后，他开始全神贯注地讲解。他认为，在大循环中，第四波的跨度是从1966年到1982年。接下来的第五波已在2000年春天结束。他相信我们现在正处于一个由三个波段组成的“杀手型”下行循环中，不过他也说其他作类似研究的人意见不一。目前我们所处的小波段的过渡区间是在标准普尔500指数的1 052点。缅因狂热地相信：下一个杀手型下行波段的底部在650点（1 050点乘以0.618）。

缅因说他还能用斐波纳契数列来预测短期行情，可以算出市场每周的涨跌。使用斐波纳契数列的分析师还有很多，但这些人往往得出截然不同的结论，一切都取决于他们的计算以何处为起点。**计算也是一个常见的借口，如果一位斐波纳契分析师出了错，他总是会说自己算错了，这并不影响斐波纳契的神圣性，下次他就会算对，而你应当继续雇用他。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我尽量表现得彬彬有礼，那个家伙是如此真诚执著地相信着他的理论，但我也看得出，他还是感觉到了我对斐波纳契的不屑。他受伤了，心里一定把我看成一个即将过时的死脑筋老家伙。我的想法呢？我认为上帝既不是数学家也不是分析师。上帝变幻莫测，股市也同样变幻莫测。斐波纳契数列的理论很诱人也很有力，但我仍然怀疑人们是否真的能够把这些理论有效地应用在股市上。

最后我的结论是：斐波纳契、大循环这一类理论关注的时期都过长，对于投资者的日常操作帮助甚微。它是个有趣的话题，适合在鸡尾酒会上谈论，但不要以此为依据赌上你的身家财产。然而，人类的本性不会改变，历史也会重复上演。既然股市与人类的本性密切相关，投资者还是不妨留意一下大的趋势。

关于人类经济史长期循环的理论从圣经时代就产生了。《旧约》讲述了50年大赦，此时奴隶获释，债务归零；吉本的《罗马帝国衰亡史》证实战争和通胀50年一个循环；而中美的玛雅人在1260年的记录也显示了农产品价格每54年是一个周期。就连古代经济似乎也是大致以半世纪为一个周期。土地、奴隶和债务逐渐集中，然后重新洗牌，从头玩儿起。这几乎成了某种自然规律。

所有投资者都自然而然会受自身记忆的影响，如果他们并非久经沙场，而只是做过一小段时间的投资，他们受到近期记忆的影响就尤其大。一定要避免掉入这样的陷阱，这一点十分关键。否则，你就会像开着跑车飞驰在陡峭的山崖上，但却只靠后视镜来认路一样危险。

亚当·史密斯作出了解答

亚当·史密斯[①]的《金钱游戏》是一本投资佳作，它出版于1967年，正是股市在经历熊市后回暖的一年。那场熊市曾让很多投资者损失惨重。亚当·史密斯的主人公中有一个叫“大温菲尔德”的，此人管理着一只业绩出众的共同

① 此亚当·史密斯非《国富论》的作者亚当·斯密，而是基金经理人及新闻记者乔治·古德曼的笔名。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金。他是那个时代“枪手”的缩影：愤世嫉俗，但感觉敏锐。

时间是20世纪60年代末，大企业集团及计算机租赁公司等一类题材股牛气冲天。但大温菲尔德无法说服自己去购买这些垃圾题材股，结果他的业绩大大落后了。瞧，大温菲尔德在20世纪60年代初题材股崩溃的那个熊市中受到过几乎致命的打击。对于投资组合大跌的那个恐怖日子，他记忆犹新。那段回忆困扰着他。结果，尽管心里觉得现在正是好时机，他还是始终不敢对科技股下手。

最后大温菲尔德想出一个办法，他临时雇用了几个29岁的年轻人。“小朋友们，”他说道，“这是你们的市场。”小朋友们没什么投资经验，他们买入科技创业企业这类题材股，当它们是永不破灭的神话。“小朋友们的优势在于：他们太年轻，心里还没有阴影，而且大笔赚钱让他们非常自信，自我感觉良好。”大温菲尔德这样说。

他管他们叫“比利小朋友”、“强尼小朋友”、“谢尔登小朋友”。当亚当·史密斯访问大温菲尔德的办公室时，他们眉飞色舞地谈起手里的那些计算机租赁公司和壳牌石油的股票。他们叫大温菲尔德“长官”，还在回答问题时立正。“他们多棒！”大温菲尔德骄傲地说，“他们很嫩，对吧？瞧瞧，像泰迪熊，但市场是他们的！”他命令他们讲一讲计算机租赁概念股。

“计算机租赁股，长官，”谢尔登小朋友操着西点军校生对教官的口气回答，“我买下可转债，到银行作抵押，拿到钱再继续买。对计算机的需求是无穷的，长官。”

大温菲尔德听得眉开眼笑。“瞧见没有？瞧见没有？长江后浪推前浪。太神奇了！这感觉就像看着自己的儿子！我的小朋友们！我的孩子们！”他批评亚当·史密斯是“中年老保守”，还说道：“看看这个肮脏的老头子脸上的怀疑吧！”

今天发生的事正好相反。那些小朋友，那些20世纪90年代末期的股市金童和技术股的忠实信徒，在技术泡沫破灭时受到了重创。他们伤得如此之深，差不多已经残废，再也不敢去碰技术股了。但是在今后几年，技术股还是有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能再度风光的，因为科技企业的订单和收益都将大大高于预期。所以，现在你不再需要雇用小朋友，而是该找像我这样的老家伙了。

集体智慧=个人智慧+集体昏聩：投资会议需要一点冲突和争论

前不久，我碍于一个朋友的情面，去参加了一次某大基金会的投资委员会会议。这类会议总是让人沮丧，因为老是能看到那么多人怀着良好的愿望执行着错误的决策，无论是资产比率、替代资产类别的作用、花销水平还是招聘和解雇经理……他们的判断老是出错。一群诚实的聪明人凑在一起，却总是作出错误决策，他们依据的多半是大家都能接受的流行观点。尽管这些观点明显有疏漏，大家却好像都视而不见。

在多数大型机构中，多数的重要投资决策都是由委员会作出的。但很少有人意识到集体互动的负面效果。我认为，在多数情况下，要想作出正确的决策，一群日理万机的聪明人还比不上一个人。集体智慧显然小于集体中每个个体的智慧之和，而且委员会的人越多，快速作出正确决策的概率就越小。尼采不是说过吗：疯狂在个人是偶然，在群体却是必然。

集体智慧（也许应该叫做“集体昏聩”）是每个委员会都存在的弊病，但大多数人竟对此毫无察觉。事实上，很多人还在下意识地纵容这种情况发生。集体越团结，成员之间就越互相敬爱。委员会规模越大、成员地位越显赫，作出错误决策的可能性就越高。若干年前，一位耶鲁大学心理学家欧文·贾尼斯写了一本很出色的小书《团体迷思》，很有说服力地论证了集体思考的危害，其中还有很多有趣的案例研究。可惜，那本书销路不畅，如今已经绝版。

贾尼斯把集体思考描绘成“一种小集团成员参与的思考模式，成员们为维护一团和气而不愿表达真实意见……一种因小集团压力而造成的对信息处理、事实检验与思考水平的扭曲”。他说的不是松散的政治团体，也不是由权威者操纵的一言堂。在一个团体中，即使领导者从善如流，即使成员们全都头脑聪明、积极直率，也还是可能出现集体昏聩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资团队和委员会在遇到不同意见时，可能出于尊敬和礼貌而改变正常的思考过程。这种情况在团队成员地位相近而缺乏绝对领导时更容易出现。这时，他们会岔开话题，不再继续争论。我曾经在一些小的投资团队中工作过，看到这种事时而发生。反对意见、激动的争论甚至怒气，在我看来都难能可贵。

集团的社会地位越高，成员地位越显赫，就越容易发生集体思考。这时候，个体成员不愿意因为坚持己见而失去人缘，因为成员地位为他们带来的实在太多。还有一个原因，参加会议的人越多，大家充分讨论、畅所欲言的机会就越少。贾尼斯举出的经典例子包括肯尼迪和约翰逊总统手下“最优秀、最聪明”的顾问们却在古巴和越南问题上判断失误。

威尔弗雷德·特罗特在他的经典著作《战争与和平时期的群居本能》(*Instincts of the Herd in War and Peace*)中，认为人类是“群居”动物。群居的一个重要素质就是保持和谐一致。从孩提时代起，我们就受到教育：要做团体的一员，不可特立独行。特罗特指出：“**社会总是对新形态的观点施加可怕压力，这就是为什么离经叛道者的归宿总是地牢、绞刑台、十字架。**”如果你是一个投资委员会的成员，你会感觉，纵使你的意见正确，和大家一起犯错也比独持异议要好。因为万一你错了，而别人都对了，你的威信就会大打折扣；而即便你对了，别人也多半不会记得。

虽说有许多防止陷入集体昏聩的手段，但最重要的还是对这一思维毒瘤有所警觉。在此我不想过多讨论，仅列出贾尼斯提到的这种疾病的某些症状（括号中的评论是我的）：

- 根据共同幻觉作出的集体推理。(这只是牛市中间的另一次调整。)
- 对集团外人士的粗鲁负面评价。(那些看涨的家伙是白痴，只有纸上谈兵的死脑筋才去研究什么估价模型。)
- 对集团成员的道德品质从不质疑。(政府和企业进行政策决策时容易发生。)
- 幻想会在某些危险行为中安然无恙。(以前我们这么做过，也没事。不入虎穴，焉得虎子。军队和运动队可能会从对自身力量与运气的幻想中获益，决策委员会可不会。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 集体一致意见的假象和压抑个人疑问。(委员会里的其他人都认为是对的，所以我肯定也不用多操心。再说，如果我说出我的疑问，他们会觉得我太胆小。)
- 对持异议者的无形压力。(我原来以为乔是个聪明优秀的家伙，没想到现在他变得这么胆小。)
- 集体性自大自满。(没必要听从那些神经质的悲观分析师。)
- 对以往辉煌领导人的盲从。("猪湾事件"的决策就是一个经典例子：大家都相信肯尼迪是天生的胜利者，他也在召集的会议上强化了这一看法。)
- 会议上的离题闲聊。(这是无组织的决策程序的标志，特点是讨论的议题空泛、散乱。)
- 没有使用系统性方法检测风险。(集团决策时应该设定一些正式的风险模型，大家应对其给予重视。)

贾尼斯认为，团队领导必须创造一种鼓励"信任中的质疑"的会议氛围，当然这说起来容易做起来难。大家必须感觉到自己被团体接受和信任，并且提出批评或反对意见不会对自己的利益有负面影响。贾尼斯还认为，领导者必须坚定不移地支持大家展开争论，并表扬那些提出异议的人。有时，领导者应当在开会时回避，好鼓励大家更自由地发表意见。在每次会议上，至少指定一名成员扮演恶人的角色，专门挑战大家的共识。在作完重要决策之后，应当还有一次碰面机会，让所有人都说出自己还有什么疑虑，这样大家就有机会再重新考虑一番。

一团和气、开开心心的会议可能是陷入集体思考的前兆，而质疑、激烈的争论，甚至紧张气氛则是好现象。某些最优秀的投资管理公司的会议就火药味十足，但参加会议的成员并不会因此人人自危。贾尼斯说，委员会成员应当定期与可信的外部专家探讨自己的想法并将他们的意见向委员会报告。他认为这是弥补集体思考缺陷的一个办法，我却觉得有点舍近求远，不太可行。

我想，在那些拥有投资决策委员会的大型投资管理公司里，要想作出正确决策，最好是委员会的领导能够经常与一小群可信的顾问见见面(我认为顾问以3~5人为宜)。这些人可以帮助委员会领导分析问题，但最终还是由后者作出决策并为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之负责。让一大群人民主投票听起来是个好主意，但可惜在投资方面，民主不管用。事实上，在这时候坚持民主注定要失败。决策权与责任必须由一个人承担。

贾尼斯可能比我还官僚一点。不过，如果你不得不在一家大型投资管理公司任职，听听他的话不无益处。他坚持认为，核心决策团队中应该包括不同职务、社会背景和信仰的人员。如果可能的话，不妨请一些好争论、不合群的人加入进来，同时大家应当尊重这样的人。集体中的每个人都应对决策的结果负责。这些会议不必请客户或公司其他部门的同事列席，尽管这样可能引起不快。在Traxis，我们3个人显然是背景不同，但尽管我们爱争论，却没人不合群（至少我这样认为）。此外，决策的结果自然与我们3人都利益相关，我们还有分工，每人都有一个特别的职位，工作成绩则由另两个人评价。

至于基金会一类必须由投资委员会来管理的组织，要找到一位强有力、有经验的主席不是那么容易。他们还应尽量把委员会保持在较小的规模，保证只吸纳有经验也有精力的人士担任委员。开会应当设定时间限制，这样，决策程序就不会被闲聊所扰乱。但很多基金会几乎都做不到这些。他们的主席是老好人，会议散乱拖沓，机构人员臃肿，大家参加会议三心二意，靠道听途说制定方案，决策时全体投票。这些问题在牛市期间可能还不那么突出，但当债市和股市都变得动荡时，决策是否有效可能就很关键了。请记住，找遍全世界的公园，也没有一尊雕像是为优秀的委员会成员立的。

个人意志也很危险

那种由一个强势人物控制委员会的个人思考可能与集体思考一样危险。独立思考者很容易变得刚愎自用。当一家企业的投资人同时也是负责人和老板时，企业尤其容易受到个人意志的损害。那些曾建立起伟大对冲基金帝国的人士无一不是非常强势、自信、有控制力的人。朱利安·罗伯逊、乔治·索罗斯、刘易斯·培根这些人都不是因为谦逊、懒惰或犯错误而变成富人的。吉米·霍法曾经谦虚地说：“我可能有些缺点，但犯错误显然不在其中。”

与商业企业一样，投资管理公司和对冲基金也特别容易被个人意志损害，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为一系列的错误行动很快就会影响到资产水平和收入，也容易引起人与人之间的矛盾。若是主宰者一直保持圣明，一切都会很好，但一旦他失去判断力，业绩又是如此无法掩饰，他的威信很快就会垮掉。我认识的一位年轻分析师曾跟我说起Circuits发生的事。Circuits是一家大型技术对冲基金，是由锡德一手创立的。锡德非常聪明、自信、努力。20世纪90年代他在市场环境好时赚了大钱；2001年他又身手敏捷地及时减持了科技股，逃过了那场大劫难。后来，他仍旧看淡市场，认为技术股依然太贵、新产品生命期还未开始。结果，Circuits公司的业绩大大落后了，一半的资产被投资人撤走。

那位年轻分析师（现在他已经离开那家公司）谈起了锡德是如何在每周的投资经理会上压制不同意见的。他告诉我："在Circuits有4种情况：你赞同锡德，好；你赞同锡德而且赚了钱，很好；你反对锡德却赚了钱，不怎么好；你反对锡德而且亏了钱，被炒鱿鱼。"结果，在2003年全年的会议上，没人敢挑战锡德对市场基本面和科技股的悲观论调。他性格如此强悍，又是公司的老板，投资经理们在他面前都噤若寒蝉。更何况，他以前的业绩是如此辉煌，大家已经养成了对他随声附和的习惯，否则就像是大逆不道。

所以说，Circuits的会议不是集体思考，而是个人思考。在我看来，这同样是危险和脆弱的，因为在这种思考模式下，只有发号施令者保持永远正确，工作才会运转良好。当然了，有人会争论：虽说这种决策方式并不理想，但除了这个人以外，还有什么人堪当重任呢？是有经验的成功投资明星还是那些毛头小伙子？即便如此，我还是觉得锡德的思想应该更开放，应该创造出一种自由讨论的气氛，而不是把下属变成应声虫。像他现在这样做下去根本无助于提高业绩，而且会很快瓦解投资团队。如果一个团队领导在开会时滔滔不绝，而其他人都坐在那儿一言不发，那可不是好迹象。有思想的出色投资家会离去，只留下一群谄媚之徒。锡德应该少管、少说、多听。

集体智慧并不存在

说到集体思考的问题，我总是会想一屋子聪明人为何总是作出错误的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《经济学人》在 2003 年年底号的一篇文章中提及杂志赞助的在杰克逊霍尔的联邦储备委员会年会晚宴，这是全球经济学家的顶级聚会，只有经济界最高权威才能受到邀请。艾伦·格林斯潘和世界各大国央行行长均在会上发表演讲并相互切磋。

文章自嘲地讲述了每年《经济学人》的编辑们是如何邀请各路精英（这些人被叫做“杰克逊霍尔群英”）并为他们主办晚宴的。该杂志作了个调查，其结果更加强化了我认为“一屋子聪明人总是作出错误决定”的观念。这些人简直可以被当做反向指针。在股市达到顶部时，杰克逊霍尔群英被问道：“是不是有泡沫？”他们自信地答道：“没有。”2000 年 8 月，他们说美国不会发生衰退；2002 年，他们又预测短期利率不会降到 1%；2003 年 8 月，当欧元汇率在 1.10 美元时，有人问：“美元兑欧元明年会不会跌到 1.25 美元？”他们的回答又是掷地有声的“不”！只有一个人表示了异议。4 个月后就跌到 1.26 美元，2004 年又跌到 1.37 美元。这其中的关键问题是：最优秀与最聪明的人达成的共识通常是错误的。

说到我，我认为是否应该独自管理金钱这个问题值得思考。完全靠你自己，全部责任都由你承担，会让你的精神处于高压之下，感觉非常孤独。但是归根结底，作决策是一个人的事。在某些情况下，如果找对了伙伴，两人组合也能团结得像一个人，一加一大于二。我的经验是，超过两个人就有点多了，容易产生矛盾。安·兰德在《源泉》中写道：

> ……头脑是属于个人的，集体智慧这种东西并不存在……一群人达成的共识只是一种妥协和各人想法的平衡……最重要的事——理性思考的过程——必须是每个人独自完成的……这一创造性的过程无法被给予或接受，也无法被分享或借用。它只属于单独的、个体的人。

有的对冲基金有 3 个或 3 个以上的合伙人，这时他们就会把钱分成不同的组合分头管理，并记录下各自的业绩。这种体系或许能运转得非常好，只要大家能彻底地相互信任。每天，合伙人可以见面讨论一下自己的仓位，分享一下观点。这样做收效会很好，当然他们彼此之间不应相互较劲。公司里的每个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

考虑的都应该是整个公司，而不仅仅是自己的业绩。外人甚至不应该知道公司各个投资组合之间的业绩差别。

假设在一家公司里，合伙人A的业绩不好但手里的资金却越来越多，合伙人C业绩出色但拿到的钱却越来越少，这就需要合伙人之间能够相互理解。这就是无情的回归平均值理论。当然了，大家应当心照不宣：如果A长期表现很差，他在公司中的地位将会被取代。我不认为每年根据合伙人业绩重新分配利益的方案切实可行。这么做的公司认为这样更简单清楚，而我却发现，这样做通常会导致合伙人分道扬镳。

最后，**我相信一个团结的集体还是比个人强大，无论个人是多么聪明。没有人能够永远正确**。当然了，一切要看你的合伙人是谁，他们的贡献有多大。显然，一个每年开6次会的投资委员会不可能像一只对冲基金那样运转。大多数投资机构都是在人员精干、彼此信任时表现更好，如果人们不相互敬爱和信任，就连组织最完善的企业也无法充分发挥出潜力。决策是投资过程中最重要的一环，要想建立起一个能够有效进行决策的组织机构，集体思考和个人思考的问题值得我们去认真对待——当然这并不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十三章 互联网泡沫

> “我在想，1929年‘新经济’达到顶峰时，或是股价持续飞涨之时，若是我们能在心里不断重复一句话‘2加2还是等于4’，那么很多悲剧本可以避免。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本章讲的是技术股泡沫和我的经历。1999年年底和2000年春天是一段不好过的日子，原因是我过早地看淡了技术股。1999年12月，我把投资组合中技术股的比例调整到15%，比起技术股在标准普尔500指数和欧澳远东指数（EAFE）中所占的总比例来，我的比例要低一半还多。也许在其他时候这样做没错，但那是在2000年，技术股在人们的狂热之中一路飞升，技术泡沫在2000年的头6个月越胀越大。

那是个痛苦的春天。如果上涨最快的资产类别在你的投资组合中所占比例如此之低，你是很难跟得上指数的。一些投资人看到他们的资产增值速度落后很不高兴，对我的责难也多了起来。有人提出的意见颇有道理。一个日本朋友告诉我一句日本古话："跳舞者傻，旁观者更傻。"还有人不留情面地引用了尼采的话："以为别人跳舞傻的人只是自己听不见音乐。"听了这些说法，我更觉得自己没有投身于这场伟大的技术舞会像是个白痴。就连我们办公室的那些年轻人都对我有些不以为然。

至于我何以对科技股如此反感，就要从我在1999年8月参加的一场盛大的研讨会说起。那是在西部一个很美的小镇，参加者多数是西海岸的技术和互联网新星，以及业内的其他精英人士。会上还有不少投资银行家和一个麻省理工学院的名教授，这名教授刚写了一本关于创业者两难的畅销书。

那年夏天，技术股坐着火箭直冲云霄，参加会议的技术新贵个个可称天之骄子。弗兰克·夸冲[①]和玛丽·米克[②]是他们的英雄。其实，玛丽警告过当前

① 弗兰克·夸冲（Frank Quattrone），投资银行家，曾就职于瑞士信贷第一波士顿银行，帮助思科、网景、亚马逊等大量高科技公司完成了首次公开上市发行，有"硅谷教父"之称。——译者注

② 玛丽·米克（Mary Meeker），摩根士丹利著名分析师。20世纪90年代末曾因极大推动网络股的发展而被《巴伦周刊》称为"网络女皇"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的形势太过疯狂，但每个人都以为她是在开玩笑。作为创业者和企业高管，他们全都自信满满，对前途一派乐观。他们谈论的是持续型和破坏型技术、成长曲线、湾流（飞机）和“单位”。若是你还不知道，我就在此说明一下，一个“单位”就是1亿美元的净资产。“那家伙值5个单位”就是指身家达到5亿美元。重要的是，这些人真的相信自己的大话。

我发现跟着丈夫参加会议的妻子们也很有趣。她们旁听会议、做笔记，穿着名师设计的牛仔裤和高跟鞋。她们与格林尼治那些年轻美丽的太太们不同，从不谈论小孩和保姆，而是相互散播关于股票的传言。在鸡尾酒会上，她们没完没了地高声议论着公募的规模，或是跟任何愿意倾听的人大谈买卖技术股赚了多少钱。

吉姆·格拉斯曼的道指36 000点理论：蛊惑人心的蠢话

会议的日程上有一项，是某天晚饭后安排我和一个叫吉姆·格拉斯曼的进行一场辩论。那时，格拉斯曼正因他的道指36 000点理论成为报纸和电视的新宠。他的理论广受追捧，替他抬轿子的人数不胜数。在辩论会上，我谈道，技术和互联网股票也是一场疯狂，就像1650年的郁金香热一样，当投资者们意识到皇帝并没穿新装，马上就会陷入恐慌。听众们觉得我不是脑筋短路了就是跟不上时代。当我说到技术股估价过高和泡沫可能破灭的风险时，听众们满脸的怀疑。他们奇怪我为何不明白一点：高科技（尤其是互联网）正创造出一种新经济，在此，旧的原则不再适用。回归平均值是过去的说法。如今，2加2不再等于4，而可能等于5、等于6，或等于10。一切都是技术的功劳。在发言的结尾，我引用了伯纳德·巴鲁克于1931年为查尔斯·麦基的经典著作《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》再版所作的序：

> 虽说咒语并非永远管用，但有些咒语还是应当铭记在心。我在想，1929年“新经济”达到顶峰时，或是股价持续飞涨之时，若是我们能在心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里不断重复一句话："2加2还是等于4"，那么很多悲剧本可以避免。同样，即使是在现在这样的一片萧条之中，当有人怀疑萧条还有没有尽头时，我也会告诉他："所有萧条都有尽头。"

晚餐会在西海岸一位著名技术股投资银行家的豪宅里举行。吃饭时这位银行家正坐在我妻子身边。他用一种和蔼而同情的语气跟我妻子说，我已经完全丧失了理智，但愿我能迷途知返，否则就太晚了。他说，格拉斯曼的观点就是未来。结果，3年过去后，他的公司只能勉强支撑，听说他拍卖了自己收藏的艺术品。

杰姆·格拉斯曼是何许人也？他和凯文·哈塞特合撰了一篇长文，被1999年6月号的《大西洋月刊》用做封面文章。文章的题目很简单：《道指36 000点》。后面甚至连一个表示不确定的问号都没加。紧接着，兰登书屋又推出了格拉斯曼的新作，这回题目稍有收敛：《道指36 000点：股市新行情获利战略》。随着书的热销，格拉斯曼开始到全美各地巡回演讲，每场收入不菲。

人人都把格拉斯曼和哈塞特当做严谨的学者，但这样他们的危害就更大。《大西洋月刊》的封面鼓吹着："他们在调查中注入了大量的专家意见。"的确，两人都为美国企业研究所工作，那是一家声誉卓著的保守研究机构。哈塞特还曾经担任哥伦比亚大学商学院教授和联邦储备委员会高级经济学家。格拉斯曼对自己的预言坚信不疑（至少当时如此），他那时已经是《华盛顿邮报》的特约撰稿人和CNN《首都帮》节目的主持人。就算本意并非哗众取宠，他们也真的该为自己感到羞耻——他们所持的观点荒谬透顶。他们用自己的学术身份去坚定人们对于泡沫的信仰，而作为学者，他们本应比常人更加清醒的。时至今日，他们仍然活跃在媒体上，全世界似乎都已忘记了他们当年那些蛊惑人心的蠢话。似乎泡沫越大、持续时间越长，鼓吹它的学者就越是容易得到尊重。但我认为，他们不可原谅！

或许我对他们太苛刻了。历史学家查尔斯·金德尔伯格曾经举出过不少例子，说明那些在狂热中曾一度保持清醒的智者最终也会随波逐流、深受其害。就连科学大师牛顿也犯过类似的错。牛顿告诉别人，1720年春天，在南海公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泡沫中，他先是出清了南海公司股票，获得100%的利润。然而在那之后，股价仍节节攀升，“我可以计算出天体的运行，却无法计算出人类的狂热”。结果他没能抵抗住投机冒险的诱惑，又以更高的价格买回更多股票，结果损失惨重，差不多输光了全部家当。在他的余生里，他都不能再听到“南海公司”这个名字。

格拉斯曼与哈塞特的论文的观点是：美国股市不仅价格未被高估，而且“正处于一个巨大的上升阶段，道琼斯工业平均指数将上行到36 000点左右。在这段历史上升期过去之后，持有股票仍然有利可图，但回报会有所降低”。可是，在和我辩论时，格拉斯曼又说：得益于技术和互联网革命，即使是在道琼斯工业平均指数升高到36 000点之后，接下来几年持有股票获得的年收益仍将高于20世纪的10%。这是一个新时代。格拉斯曼和哈塞特以严肃学者的身份宣称：尽管股票已经涨了不少，但道琼斯工业平均指数的合理位置应当是现在的3倍，也就是36 000点。谁能相信呢?！但那时大家都相信!

格雷斯曼接着说投资者们“已经开始认识到股票的波动并不大，在过去4年尤其如此”，于是，风险溢价已经从先前的7%降到了3%左右。他相信风险溢价将进一步下降到零，这也就意味着股价会随之上升。他们对美国大众的建议是：反观历史，股票的表现总体优于债券，因此应当持有股票。忘记债券吧！他们断言：作为一种资产类别，股票的价格可以卖到100倍市盈率，而带来与债券一样安全的回报，因为从长期来看，股票与短期或长期的政府债券一样安全。

格拉斯曼强调：传统的定价模型在前几年的牛市中无法适用，已经被证明是错误的，而他自己的定价模型更为合理。那些专业人士，尤其是上了岁数的专业人士（比如我，他暗示着，引来全场大笑），过于死板地遵从传统模型，所以才会看淡市场。(艾伦·格林斯潘曾在1996年的一次演讲中提到股市出现“非理性繁荣”，如今，我们要宣扬“理性繁荣”，它没有错。大家凭直觉就可以感受到，股票投资的风险确实已经降低。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当众出丑

我对格拉斯曼的回应是：从很长的时期来看，股票带来的收益要大大高于债券，这点没错。但不要忘记：在5年、10年甚至15年的区间内，股票的表现可能都大大低于债券。如果你在此期间需要收回投资，会感觉非常痛苦。在1929年的大崩盘之后，股市花了15年的时间才回到崩盘前的高点，花了21年的时间才超出债券的回报。1982年道琼斯工业平均指数与1965年时一样高，而购买力已经丧失了一半有余。回报在很大程度上取决于你何时投资。说到波动性，认为股票的长期波动并不比债券大也是错误的。凯恩斯还说过："在长期中，我们都死了。"

事实上，1926年至今，股票的年波动性大约为20%，债券为8%，现金为1%。逃避波动性的唯一方法就是把你的股票牢牢握在手里30年不动，但这样你的投资就变得流动性极差。万一10年后你就想卖出，还是要受波动性的困扰。很显然，你有必要为这种低流动性或是最终无法避免的波动性要求风险溢价。

我接着说道，可以用来证明风险溢价必要性的一个明显事实是：股票确实没有公司债券安全，当然就更比不上政府债券了。股东的受偿顺序最靠后，只有在债主得到偿还之后才能支配剩余的资产，因此他们有权要求风险溢价。无风险溢价的设想忽视了一个事实：公司债券存在违约风险（这一点与美国国库券不同）。用无风险利率来贴现具有不确定性和周期性的企业现金流是不合理的。

吉姆·格拉斯曼说道，现在时代不同了，"不拘一格的创新思维与新规则正大行其道"。但无论如何，我还是无法想象美国股票的合理价格会是收益水平的100倍。要知道，标准普尔500指数经过200年的发展和成长，平均市盈率也才不过14倍。格拉斯曼也曾提到过标准普尔500指数股票的实际收益率每年只有3.5%，但这似乎并未给他的观点带来麻烦，所有的听众似乎也对此无动于衷。

我说道，人类的恐惧与贪婪自古以来从未改变过，它们推动着股市走向极端。旧的泡沫破灭了，还会有新的泡沫产生，而新的泡沫也注定会破灭。不过，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些话听起来很无聊，听众席里一片交头接耳。科技新贵们肯定对泡沫破灭这种话题不感兴趣，他们正满脑子想着下一只新股公开上市发行或商业创意。

格拉斯曼在发言结尾时说，互联网是自印刷术以来最重要的发明，并问我是否同意。我说不同意。互联网是一项突破性的技术，但在过去上百年里还有很多发明，重要性至少不亚于互联网。

“比如说？”他追问着。

“比如说电、飞机、电话、计算机……甚至空调。”最后这条补充得可能有点儿傻。

听众席上一片哗然。他穷追不舍地问我，真的觉得空调比互联网重要吗？我骑虎难下，只好硬着头皮争辩下去，说空调大大改善了全世界几亿人的工作和生活条件。如果没有空调，地球上的很多炎热城市可能至今仍人烟稀少。那就不会有休斯敦、迈阿密、香港或新加坡。那样美国的东南和西南部将停滞不前。如果没有空调，纽约在夏天和秋天将成为血汗工厂。所以说，空调也是一个重要发明，在我们生活中和互联网一样重要。

“你们的日常生活缺了哪样更不行？空调还是互联网？”我问道。

于是，辩论会的主持人（一位来自旧金山的互联网精英）兴高采烈地组织现场听众投票，问题是：“空调这种发明和互联网一样重要吗？”结果我输尽了面子，投票结果是 80：2，支持我的两个人里还有一个是我忠心耿耿的妻子。我还记得当我回到自己的桌子坐下时，同桌一位摩根士丹利投资银行家脸上那种又怜悯又尴尬的表情。我听到从另一桌传来的议论声：“他过时了。”

事实证明，我的预测太早了：技术股和道琼斯工业平均指数在那之后又足足飞涨了 6 个月。在狂热情绪之下，市场总是可以走到你无法想象的极端。然而，我把我参加的那次研讨会视为一个里程碑，它标志着当时人们狂热的程度，就连所谓有分量的学者也在一旁摇旗呐喊。这似乎是动物的本性。有一句俄罗斯格言说得好：

> 只看到过去等于瞎了一只眼；
> 看不到过去等于瞎了一双眼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那位日本朋友又送了我另一句日本古语，用来形容网络股的崩溃："花落不归，破镜难圆"。

下一个牛市：非洲和中东

我猜想，在下一个牛市中，最热、最吸引资金流入的概念股群体将是新兴市场股。它们将步技术股的后尘，继续承载人类的疯狂，甚至走向另一次泡沫破灭。每一个牛市都有它的兴奋点，而新兴市场很可能就是下一个兴奋点。其实，我应该说这种趋势已经逐渐显露，只不过才刚刚开始而已。在引发狂热方面，新兴市场具备和科技股一样的潜力。不要忘记，这些股票从 1993 年开始就进入了一个周期性的熊市，其间还经历了货币的大幅贬值。

我是新兴市场的爱好者。早在 20 世纪 80 年代初，出于一些偶然的机缘，我得到资本集团的戴维 · 费希尔和世界银行的大力帮助，开始初涉新兴市场。1983 年我作为一名投资者头一次去泰国时，泰国全国的股市总盘子才几十亿美元，股票的市盈率一般只有 6~7 倍。那时，发达国家的牛市刚刚开始，没人有兴趣对新兴市场投资。接下来的 7 年间，在世界银行的帮助和我的推动下，摩根士丹利承销了首批在纽约股票交易所挂牌的封闭型泰国基金、马来西亚基金、印度基金、非洲基金、土耳其基金、俄罗斯基金，以及一只多样化新兴市场基金。这些基金对我们、对投资者们来说都非常成功。因为我们开始得早，有的基金因当地政府的优惠政策而大大受益。至于后来摩根士丹利在新兴市场牛气退潮时推出的巴基斯坦基金就是另一回事了。

有个叫威利 · 萨顿的银行抢劫犯。在法庭上，当法官问到他为何抢银行时，他答道："因为钱都在那儿。"我喜爱新兴市场，也是因为钱都在那儿。这让我想到迈尔斯 · 莫兰，一位英勇的新兴市场投资家。在此我不想讨论新兴市场投资的老套理论，只是来介绍一下迈尔斯这个人和他的布雷克尼管理公司。我说的全都是真事。

迈尔斯的专长是投资于非洲和中东，这些都不是多数人眼中的投资沃土（至少在不久前仍然如此），也正是这点使它们成为了沃土。事实上，这些市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让我想起当年我初次访问时的泰国和印度。迈尔斯对欧洲和日本不屑一顾，称它们是“轮椅经济”。只有发展中国家的年轻经济体才能带来“长期”成长。他的理论是：那些尚未被发现的处女地蕴藏着巨大的增长潜力，无论是经济还是股市。

不过，光靠购买新兴市场指数基金还不足以让你在发展中国家概念上大展拳脚。看定义就知道，指数本身是按资本权重设定的，所以它自然而然地向已经被发现或已经上涨的市场倾斜。相应地，不被看好的新市场在其中比重较小。而恰恰是在这些不被看好的市场上，风险要小得多。迈尔斯说，当他告诉别人他投资于非洲时，别人的第一反应总是认为那和俄罗斯轮盘一样，只是另一种形式的赌博。而他会告诉他们，那和参加老祖母的茶会一样安全，甚至更安全。如果被追问得紧了，他可以证明给你看：非洲股市的波动性要大大低于所谓文明世界的股市。此外，布雷克尼管理公司所持有的非洲公司股票目前市盈率还不到 9 倍，市净率仅为 1.3 倍，而收益率超过 5.7%。

迈尔斯 · 莫兰是英国人，年纪 54 岁上下。他拥有骏马般优雅高贵的外表，说话的口音只有像他一样上过剑桥的人才会有。很久前我刚认识他时，他是摩根士丹利在纽约的一位机构销售员。后来，他嫌那份工作太有辱斯文，于是辞了职，写了本关于穿越欧洲的好书，之后就开办了布雷克尼管理公司，主营对非洲的投资。迈尔斯是个聪明、有魅力、不同凡响的人。他的公司在伦敦，而他住在泰晤士河上的一个船屋里，上班骑摩托车。

迈尔斯的理论是：非洲和中东新兴市场是最后的投资处女地，如果你了解许多别人忽视的事情，你就将获得巨大的价值。换句话说，他热衷于投资“非有效”市场。就像他常说的那样，在非洲，人们持有股票是为了分红，这样股价自然不合理，也就存在着非同寻常的机遇。他认为，非洲股票价格低是因为它们处在非洲，而并非因为它们本身不值钱。

布雷克尼管理公司的投资人包括戴维 · 斯文森和耶鲁基金会。在《领先资产管理》(*Pioneering Portfolio Management*) 一书中，斯文森称赞这家公司为“创新型投资管理机构中的精华”。迈尔斯自己则把布雷克尼管理公司喻为“一小伙人组成的投资游击队，专门攻打别人看不上或不敢去的小地方”。若干年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前，一家大公司想要收购布雷克尼管理公司，迈尔斯写了封拒绝信，斯文森曾在书中引述过。在信中，迈尔斯说："游击队没法被收编为正规军，一旦那样，它就失去了战斗力。"斯文森这样写道：

> 通过选择具有创新精神的投资经理，基金可以有更大机会取得投资佳绩。产品多元化、流程固定化的大型金融机构往往很难克服官僚主义的障碍产生新想法。而拥有出色人才的小型独立公司则有可能在某些特定的细分市场走出一条捷径，从而获取出色的投资回报。

对于那些正拿着钱寻找投资经理的人来说，上面这段话可以说是一个简洁的指导。大型资产管理公司官僚主义盛行，员工每天被没完没了的会议和人力资源部烦扰纠缠。这种地方是留不住真正的创新者和优秀投资者的。这些公司是由商人，而不是投资者经营，他们的首要目标不是提高投资业绩，而是扩大手中资产的规模。他们的销售人员只推销热门产品，也就是那些历史表现好而非未来表现好的产品。这也就是为什么在1999年到2000年的技术泡沫四溢期间，数十亿美元的技术基金被卖给了天真的老百姓。

布雷克尼管理公司的历史表现与全球市场甚至新兴国家市场关联不大。不过，它与非洲和中东市场的情况密切相关。有的年头很好，有的年头不怎么样。前一段时间，迈尔斯的业绩就很棒！作为一种资产类别，新兴市场在过去10年与标准普尔500指数的关联度是76%，与欧澳远东指数（EAFE）的关联度是81%。而布雷克尼管理公司与二者的相关性分别只有31%和46%。很长一段时间以来，迈尔斯一直把钱投在那些你从未听说过的公司和那些你做梦也想不到要去的地方。但如果你决定把钱交付给他，就必须耐心。

2005年春天，布雷克尼管理公司实现了年增长28%的业绩，并将利润和初始投资的10%一起返还给客户。公司持有重仓的一家泛非洲手机公司Celtel被一家科威特公司收购，于是账户上涌进了大笔现金。然而这时，公司也发现非洲股票越来越受欢迎，不再便宜了。如今迈尔斯对埃及的兴趣正浓，埃及股市是2005年全球表现最好的股市之一。迈尔斯说，这么多年来，就算偶尔有一两次非洲投资研讨会，也总是办得很不像样子，全是推销员之间相互推销，再请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上 20 来个过气的投资人充充门面。请来发言的净是国际金融公司和地方证券监管部门的所谓“要人”，这些人没有一个是真正的投资者。就算一个天大的投资良机从窗户飞进来掉到他们的早餐桌上，恐怕他们也不会看见。

而今年，在非洲研讨会上，迈尔斯吃惊地看到了很多情绪饱满的年轻分析师，他们来自英国和美国的各个投资机构。突然之间，开罗、阿布扎比、迪拜和阿联酋的股票就涨起来了。于是迈尔斯不得不减轻仓位，直到发掘出新的处女地为止。在布雷克尼管理公司最近的一期季报上，他这样解释为何卖出阿联酋的股票：

如果我们持悲观态度，我们会说，阿联酋股市要么在 7 月份阿联酋电信 10 亿美元新股首次公开发行时到顶，要么在 9 月份迪拜国际金融市场开市时到顶。不知他们开办这个市场出于什么目的：迪拜已经拥有一个很好的股票市场了。如果我们不悲观，而迪拜保持它的魅力、股市永远保持上涨，那只能说，可惜了，你的钱没被投进去。

我觉得迈尔斯从某些市场撤退是正确的。在石油收入带来的充足现金和一些初露端倪的经济改革迹象促进下，中东和北非市场已经出现了疯涨。沙特阿拉伯股市在对外国机构投资者取消限制后，如今规模已达 4 500 亿美元，比印度和中国市场还大。银行股的市盈率达到 30 倍。这是一个流动性驱动型市场的典型例子。但请注意这点区别，布雷克尼作为一家由投资者经营的公司，在自身市场火暴的时候向客户返还投资，而那些由商人经营的美国大型投资管理公司直到科技股泡沫破灭的前夕还在向公众推销这些股票。

不用说，迈尔斯和他的投资团队也有在这些市场受骗上当的经历（这种事在所谓的文明市场也会发生），但由于布雷克尼管理公司是真正的战略投资者，再加上迈尔斯在非洲的声誉，他们所收购企业的管理层一般不敢跟他们捣鬼。最近，迈尔斯感觉尼日利亚、肯尼亚和伊朗这三个一般人碰都不敢碰的市场很便宜，也很有吸引力。三个国家都拥有众多人口（肯尼亚有 1.5 亿人）和大量的自然资源。

迈尔斯寻找的是转机。以尼日利亚为例，情况似乎正从恐怖变为一般的坏。他指出，你不能让BBC、《经济学人》或《纽约时报》左右你的思维。比如说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

媒体蜂拥报道尼日利亚一名妇女因为通奸被判乱石砸死，但这些事件不应阻挡你看到整个国家发展的大方向。在这个国家，授权连锁经营企业一年增加35%，这些企业以10倍的市盈率就能买到。利润每两年翻一番的尼日利亚饮料公司市盈率才7倍。

现在，迈尔斯和他的同事还在研究塞浦路斯、黎巴嫩、突尼斯等市场。照迈尔斯的说法，在这些地方，好企业无人问津，只是因为它们上市上错了地方。

敢于向布雷克尼投资的公司不多，但投资的都是业界精英。凭着迈尔斯对那些遥远市场的丰富了解，他完全有理由向投资者收取入场费。也许是源于殖民国家的传统，他非常喜欢到遥远的异域旅行。如果他能找到赢利每年增长20%、市盈率仅仅5倍的企业，他才不在乎住在破烂的旅馆里，受着蚊虫的叮咬和热病的威胁。没人能像迈尔斯那样了解中东和非洲，对他说的话我总是非常留意。就像拉迪亚德·吉卜林笔下的冒险者一样："他的舌头因陌生的方言而弯曲，他的皮肤被陌生的太阳晒成古铜色。"

刚才提到，迈尔斯非常看好伊朗，他说那是中东唯一一个拥有西方选举制度的国家。所有公民，无论男女，都拥有同等的投票权。他看好的是伊朗这个国家，是它的经济，也是它的股市。他说这个国家有6 000万人，而且还在迅速增长。它拥有一个通过选举产生的议会，这在中东非常少见。事实上，在伊朗，当选公务员的女性比美国多。而且它的国民年轻、有活力、喜爱西方文化，与传统思维格格不入。如果有机会，迈尔斯一定会购买伊朗企业的股票，尽管这个国家被布什划入了"邪恶轴心"。

总之，伊朗是迈尔斯宇宙中的梦幻乐土：大国家、积极的人民、向着民主资本主义发展的进程。他坚持说，从长期来看，美国和英国一定能够想出办法，与伊朗达成"真诚共识"。这个国家实在太重要了，无法被边缘化。积极的变化正在出现。伊朗应该属于机会轴心，而不是"邪恶轴心"。

我认为，迈尔斯对新兴市场的关注很有道理，这对于非洲及全世界来说也是一件好事。不过，发现新市场需要很好的耐性，我可做不来。在选择投资目标方面，我一直更喜欢"认可"，而不是"发现"。也就是说，我相信新兴市场将在未来5年中成为投资世界中的最佳资产类别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十四章
出色的投资经理都是紧张苛刻的狂躁症患者

管理一只大型对冲基金就像担任国家足球队的教练。只有那些拥有最出色的球员和最冷血的教练、战术最聪明、组织最得当、踢球最玩儿命的队伍才能夺冠。好心肠、好脾气、容许下属犯错的管理者最后都会被淘汰。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几年前有一次，我和格雷格吃午饭。格雷格是我最欣赏的人之一，正管理着价值25亿美元的多空头股票对冲基金Mega。格雷格是最棒的！他年纪大约60，身家至少5亿，声名显赫。和我30年前初识他时相比，他现在的专注与努力毫不逊色。那时，他还是一个魅力四射、前程大好的有志青年。如今，1/3个世纪过去后，已经成为亿万富翁的他仍然每周4个晚上睡在他纽约办公室的小房间里。格雷格现在仍是对金钱游戏玩儿得最认真的人，他的部分魅力在于他的直爽。Mega表现良好时，他会眉飞色舞地说给你听；情况不妙时，他会在你面前唉声叹气。要是他的某个手下人损失惨重，他绝不会替他保密。他是个完全透明的人，一个有趣、多话的狂躁症患者。

大家都知道格雷格不好伺候，是出名的“尖嗓门”。在对冲基金界，“尖嗓门”特指那些在手下人疏忽或犯错时会大声尖叫的家伙。我猜格雷格是名副其实的“尖嗓门”，他不可能不是。所有成功的大型对冲基金创始人无一例外地对下属十分严厉、苛求。他们本人可能非常可爱，但如果哪个分析师工作不力，他一定会对着他尖声呵斥。首先，格雷格自己在任何时间、任何地点和任何情况下都不喜欢犯错误或损失钱，真出现这种情况时，他会火冒三丈。

管理一只大型对冲基金就像担任国家足球队的教练。只有那些拥有最出色的球员和最冷血的教练、战术最聪明、组织最得当、踢球最玩儿命的队伍才能夺冠。好心肠、好脾气、容许下属犯错的管理者最后都会被淘汰。老虎基金的朱利安·罗伯逊就是一位严厉的考官，从不容忍手下人的一知半解或信口开河。每次他一出现，他手下那些绝顶聪明的年轻分析师就都紧张得要命，但最后，这些人都被他那种执著追求投资真理的精神所打动。朱利安在年底发奖金时总是非常慷慨，而且他真的非常关心自己的雇员，他们也都真诚地关心他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我认识格雷格时，他还是富达投资公司的一名投资经理。富达投资公司一贯奖惩分明，而格雷格那时正是一颗耀眼的新星，身材的臃肿丝毫不妨碍他冉冉升起。他老是喜欢说，在加入富达之前，他只是布鲁克林区的一个犹太胖小孩。格雷格选股总是非常出色，因为他的研究非常严谨而逻辑又十分正确。他在大多数情况下是正确的，即便犯了错，据他自己说，也是因为有些管理人员对他说谎、给了他错误的信息。格雷格大约 175 厘米高，体重却有 122 公斤，绝对是个大块头。"我每年都做一次特别管用的温泉减肥水疗，"他绷着脸说，"15 年来我总共减掉了 136 公斤，不过加起来反弹了有 159 公斤。"

有一次，我在一个研讨会上碰到他。到了午饭时间我们一起往外走。"你现在去哪儿？"我问他。"我回办公室打几个电话，顺便把我的小冰柜清空。"他挤挤眼。今天，我们一起吃午饭。他坐在那儿运叉如飞，一边把肉丸子塞进嘴里，一边很有哲理地思考着市场、年轻人的态度和人生等问题。

"5 年前，那孩子跑来找我并告诉我，我是他的英雄，他宁愿不要钱为我工作。"格雷格说，"他没钱，但他爱这个行业，他只想要学习。他告诉我说，每个周末他都在读我在富达写的研究报告，而且引述了里面的很多东西。他崇拜我。虽然我一般不吃这一套，但那时真的有点飘飘然了。头几年我付他的钱很少，因为他就值那么多。之后几年我们成绩很棒，他帮我找到了好几个大目标，我发给他几百万美元。两年前他说，他虽然喜欢钱，但最大的愿望是当合伙人，成为我的一名合伙人是他毕生的追求，于是我让他当了合伙人。头一年他赚了大钱，年底的合伙人晚宴上，他喝得不少，含着眼泪感谢我为他做的一切。他的妻子跑过来为我们照照片，哭着亲我。他们俩从两边抱住我，把我弄得像个三明治。我也哭了。这是真正的草根英雄，真正的美国梦成真。我感觉很不错。"

"然后，去年，我们亏损了 20%，大家几乎都没分到多少钱，因为根本没钱可分。去年年底，那孩子跑来找我，非常严肃地说他 1 月份就要离开，去另一家基金。他耷拉着脑袋，看起来挺难过。他说在投资方面已经对我失去了信心。由于水位线的问题，我们的基金得先把亏损的钱赚回来合伙人才能再开始分红。而他需要赚钱，他的孩子都在上私立学校，他买了私人飞机共享权，还在棕榈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滩买了公寓。所以，他决定离开，加入一家高于水位线的基金。”

格雷格满脸厌恶，停了半晌才继续说下去：“那孩子买了私人飞机共享权？我55岁、手里有5亿美元时还在坐民航。这算什么事！我一手造就了他，他以前什么也不是，什么也不懂，是我把他变成了富人。如今，才亏损一年——说起责任他也有份——他就把我甩了。我以前净对我的投资人吹嘘这孩子，他这时候一走真让我颜面扫地。大家会觉得我真的众叛亲离、气数已尽。结果我火了，我跟他说：你这小浑蛋，不用等到1月份，今天就给我收拾东西走人。你相信吗？他倒生气了，到处跟人说我不地道。”

格雷格摇着头，又往嘴里塞进一个肉丸，像是为了抚慰自己的情绪。“我今年赚了50%，”他说，“那小子要是不走，轻轻松松就能赚上1 000万。结果，他去的那家基金做多优质股、做空垃圾股，一年只赚了3%。”他不屑地哼着。“这些小家伙，”他说，“有本事的就不会安分，又坏又贪，跳槽之前能给你干上3年就算你走运了。而那些没本事的，只能浪费你的钱，让你着急。你要是解雇他们，还得付上一笔慷慨的解雇金，不然他们就到处去说你坏话。这场游戏不好玩儿。每年都有新人满脸堆笑地跑来找你，说你是他们的偶像，可说不定就是这些人日后会吞了你。”

我们聊到赚钱的天分是如何毁坏着年轻人的头脑。现在有一大批年轻人，不是分析师就是交易员，整天在对冲基金之间跳来跳去。他们在等待好机会，能让自己真正拿到些资金来管理。格雷格和我都相信，他们心底里真正期待的还是拥有自己的对冲基金，但问题在于，拥有自己的对冲基金首先要能筹到资。如果你能筹来钱，就能控制如何分配利润，也就是“战利品”。否则的话，你就必须把一大部分战利品交给筹资者。一个业绩优秀的聪明年轻人或许能找到一家公司或个人替他筹集2 000万到5 000万美元，但作为回报他也得交出战利品的30%~40%。

格雷格也有非常仁慈甚至是心软的一面。对于他从小长大的布鲁克林区，他积极地向社区活动中心、犹太教堂、高中、图书馆等各种组织和机构捐款。对他现在居住的威彻斯特区也是一样。对冲基金业中慈善家很多，乔治·索罗斯、刘易斯·培根、朱利安·罗伯逊、斯坦·德鲁肯米勒、保罗·图德·琼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

斯都是大手笔。他们捐献的是私人财产，而不是公司的钱，而且他们这样做也不像很多企业老板那样是为了沽名钓誉。

格雷格的选股才能让人不服不行。在寻找定价不合理的股票方面，没人比他鼻子更灵。他有四五名分析师为他收集情报，而他则亲自访问每家持股的企业，和那些CEO们聊天——确切地说，不是聊天，而是考问和折磨。他会把每家企业放在放大镜下看个一清二楚。如果他买下某家企业的股票，他就会成为非常积极的股东，在管理层表现不好时给他们写信，内容富有建设性，但语气非常严厉。要是管理层没有反应，他的信件就变成了威胁。没人敢把公司里的重要情况瞒着他，只有一家公司这么做了，结果他把管理层告到了斯皮策那儿。同样，要是他做空某只股票，他也会到处跟人宣扬那只股票的不好。

现在格雷格的想法也许变了，但我们吃饭那次，他什么股票都没推荐。“我找不到太多便宜股票。”他嘟囔着。他不看好未来几年的美国股市。“我们在不断透支。”他说，“布什的追随者为了政治目的推动两次税收改革，这是以损伤未来消费为代价来刺激现在的资金支出。还有，格林斯潘的低息政策在怂恿人们向未来借贷来支付消费。有了这两种诱惑，我恐怕我们正在走向萧条膨胀，另一个熊市就要开始了。”

不要盲目坚持：伟大的投资者懂得止损

格雷格非常严格地要求自己冷静地分析损失。就像许多交易者一样，他设定了自动检测体系，通常把止损线设在10%的水平。罗伊·纽伯格、杰拉尔德·洛布、伯纳德·巴鲁克和杰西·利弗莫尔都是这么做的。巴鲁克是个自视甚高的人，就算把他供在丹铎神庙估计他也不会不自在。但他也是个狡猾的投资者。在他的作品《我自己的故事》中，他写到他是如何艰难地学会平仓止损的：

> 在股市上，最初的损失通常是比较小的。一个人可能犯的最严重的错误就是盲目地持有，拒绝承认自己错了。有时一个人研究一只股票研究得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太多了，自认为对它已经非常了解、可以战胜市场上的对手。他会觉得自己是专家，不妨去碰那些普通人不敢碰的股票。

巴鲁克认为只有上涨的股票才值得买。

新手经常会卖出已经赚了钱的股票，而保护为他带来损失的股票。由于好的仓位没赔钱，有的甚至赚了钱，卖出它们在心理上比较容易接受。而赔钱股票显示出巨大的损失，这时你会想继续持有它，直到股票反弹、损失被弥补回来。事实上，真正应该做的是卖掉赔钱的仓位，而保留赚钱的仓位。

巴鲁克写道，他投资的一条重要原则就是："学会如何快速果断地接受你的损失。"

在埃德温·勒菲弗的《股票作手回忆录》中，杰西·利弗莫尔反复强调应当买涨杀跌。他写道："对一只股票不要做第二次交易，除非有利可图。永远要卖出给你带来损失的股票。只有毛孩子才买正在跌的股票。"

对于何时止损，利弗莫尔没有要快速坚决的硬性规则，他认为时机要视股票和市场的感觉而定。他是个天赋过人、直觉敏锐的投资者，不屑于过多研究自己所持股票的基本面。所以，比起或许研究得太多的我们来，他的思想更自由。他坚信要持有明显处于长期上涨趋势中的股票。一旦他持有的一只股票开始下跌，他就把它抛掉。他的原则是，当一只原本强劲的股票没能因利好消息而上涨，这就是它出毛病的第一个信号，也就是时候抛掉它了。

当然了，买强卖弱是纯粹的趋势投资行为，而我作为一名价值投资者和基本面分析的信徒，对这种风格无法苟同。沃伦·巴菲特也是，他说过他不相信止损原则。然而，你必须尊重市场。如果一个仓位比你的估计偏差出10%，也许就是有人了解一些你所不了解的信息。在一个仓位跌掉10%时，我们规定自己必须重新对基本面进行系统细致的分析，这时我们会运用各种内部和外部资源。我们必须确信一切没有变化。重新分析之后，如果发现基本面没有变化，而只是股价跌了，我们就继续买进。如果我们不能确信，就要平掉至少一半的仓位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个趋势是一个趋势，
问题是它是否能坚持？
它会不会改变方向，
因为某些秘密的力量，
而走向一个意想不到的地方……

——亚历克·凯恩克罗斯爵士
20 世纪 60 年代英国政府首席经济顾问

前一阵我读到一篇对查利·芒格的采访。他是沃伦·巴菲特的伙伴，一个伟大的投资家和真正的智者：

我已经说过，在我的一生中，还从没见过一个人不整天阅读却能无所不知——这样的人没有，一个也没有。我认识各种各样的聪明人，不怎么阅读，却对自己的小领域驾轻就熟。可惜，投资是个广泛的领域。所以，如果你认为你不用整天读东西也能成为好的投资者，那我无法同意……你会惊讶于沃伦（巴菲特）读了多少东西，也会惊讶于我读了多少东西。

——查利·芒格在伯克希尔一哈撒韦公司
2003 年年会上的讲话

阅读也是我的习惯，而且我认为不仅要读商业书籍，也要读历史、小说，甚至读些诗歌。投资的关键就是洞察世事的兴衰、弄清人们情绪的潮流。这就是小说和诗歌的作用所在。此外，你也需要一些优美、智慧的文字来洗涤你的思想和心灵。每天上班应付着种种工作上的烦恼和无聊的文件，下班回家后，再想到那些言语无味的文字就立即想吐。于是我会倒上一大杯好酒，坐下来，让自己沉浸到想读的书籍中。我手边总是有至少一本书。对于题材我并不挑剔，但必须是写得好的。

我是一个视觉感应者，视觉感应者通常通过眼睛，以阅读的方式来吸收信息。听觉感应者则更多是通过耳朵，以谈话和交际的方式获得信息。查利·芒格也是个视觉感应者。当然了，我们也利用听觉。但我同意芒格的观点，即一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个不阅读的人无法成为真正成功的投资者。我认识一些只读体育版的交易员和投机家，他们非常成功，但只是交易员和投机家。

我遇到的最大难题在于时间管理。职业投资者每天都要收集和处理信息，以作出明智的投资决策。例如，我有个朋友，从商多年、业绩辉煌。他就是个视觉感应者，也是个非常勤奋和有节制的阅读者。我说的有节制，是指他的眼睛很尖，一下就能分清哪些研究报告是垃圾、不值得浪费时间。同时他又非常努力地寻找那些能为他指点迷津的智慧珍珠。

这个狂人不仅每个工作日阅读，就连周末也要带着沉沉的几大包研究报告和杂志回家，这点让他的妻子非常绝望。他周末早上起得很早，然后就花上六七个小时浏览他的材料，并且做笔记留给他的分析师和投资经理看。材料中的 10% 他大概会认真阅读。当然了，他也说，也听，但作为视觉感应者，他的大部分信息来自阅读。“这样你不用听那么多谎言和废话。”他说。

我的另一个投资业绩辉煌的朋友也很注重阅读，但又有所不同。他可以算是个听觉感应者。过去他读得很多，但现在少了。尽管如此，他还是到哪儿都带着一个塞满研究报告的手提箱。他还持续订阅各种材料和杂志，并且非常担心你手里有什么他没有的报告。他的办公室地上丢满了研究报告。有一次我跟他打球，他打开车后厢拿高尔夫球具时，我发现里面满是发霉的旧报告，上帝知道它们已经放在那儿多久了。

除了阅读，这家伙也特别爱打电话。包括周末和晚上在内，他不停地打电话。开头总是说：“老兄，怎么样了？”然而他还是非常有节制，每次谈话都很简短直接。一旦他从电话那头得到了想要的信息，就立刻说：“我得挂了。”他从不闲聊。他说，在阅读了 30 年而投资回报没有起色之后，他明白了好东西不在纸上。所以他开始通过说和听，从不同的来源搜集消息。

至于我，天知道，虽然我每天也花大量时间和人谈话，我却是个真正的阅读狂。有时，阅读我的电子邮件收件箱弄得我都没时间思考了。总是想读完桌上的报告和收件箱里的电子邮件并不是个好习惯，毕竟我们的目的不是证明自己多能读，而是找出能够帮你作出赚钱决策的信息。

我发现在办公室几乎无法认真读东西，因为被打断的次数太多。所以我会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在晚上和周末花很多时间阅读。有时我会怀疑这一切是否真的必要。尽管我清楚在每天的阅读和金钱收益之间没有直接联系，但如果不读完邮箱里的信我会觉得惴惴不安。作为投资经理，我们应当在阅读上非常有节制和有选择，而不是陷于被动。我需要的是关于世界、行业或是企业的新鲜信息，那些能帮我赚钱的信息，而在我每天收到的书面材料中，有90%都是没有价值的，它们或是重复我已经知道的事，或是与我的投资无关。从一篇关于通用电气的20页文章里找出点新信息的可能性差不多为零。问题在于我无法在不浏览一下全部的情况下挑出那有用的10%，无论是秘书还是任何聪明人都无法替我做这个工作。当我找到一篇真的有点新内容的报告或文章时，我会多花些时间认认真真地去读，还会画重点。

现在我来说说我都读什么。当然，有很多临时性的材料，但我也有常规阅读清单。每天我在上班的火车上读《纽约时报》和《金融时报》，托马斯·弗里德曼的专栏是我必读的。《金融时报》的公司新闻很棒。接下来晚一点的时候，我争取扫一扫《华尔街日报》上的公司新闻。如果我在亚洲或欧洲旅行，我会读《国际先驱论坛报》，在我看来这是世界上最好的报纸。亚洲和欧洲版的《华尔街日报》甚至比美国版还要好。我开始考虑花更多时间从报纸上阅读公司新闻，报纸毕竟只是直接报道发生的事，不像券商报告那样充斥着误导性的观点。要想获得与众不同的观点，奇瑞尔·索克洛夫的《本周我知道了什么》是份好材料。读时要谨慎，因为奇瑞尔比较偏激，但他毕竟是一位能够打破常规的思考者。

每个周末我都要认真地读一读《经济学人》，它是无可争议的全球最佳杂志。我也看《时代》、《纽约客》和《新闻周刊》(法瑞德·扎卡里亚很棒)，但一般只扫扫目录，挑出点有趣的。这3本杂志原来都很不错，现在也还有一些好文章，但整体上已经失去了水准。我还经常读《财富》，它现在也退步了，但其中一些文章仍然很有见地，卡罗尔·卢米斯就非常出色。《机构投资者》、《绝对收益》，以及戴维·斯米克的《国际经济》都在我的阅读清单上。不过，这么多的杂志你只能匆匆浏览一下，因为其中没用的东西太多。我必须得承认我是《体育画报》的忠实读者，因为它的文章都那么好看，而我是个体育迷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每天我们都收到大量的研究报告和市场动态简报，多数是通过电子邮件，我的处理方式是根据来源进行筛选。浏览严肃的研究公司发布的公司简报也能找到点儿有用的东西。我倒不是看不上华尔街的研究报告和分析师，那些报告仍然有用，有时和分析师谈谈也很有收获。我们最主要的研究资料来源是摩根士丹利、JP摩根（在经济方面）、高盛、里昂信贷、ISI、伯恩斯坦、瑞士信贷、银行信用分析研究集团、美林、Intregal和贝尔斯登，我的秘书会把其他信都删掉。我时不时地增加一些机构到我的可读邮件清单上，有时也会删去一些，而有些东西我连看都不看，否则，我就会被邮件淹没了。

过去我总是拖着装满报告的沉重旅行箱四处旅行。我有个坏习惯：老想扔掉一些纸来减轻行李的重量，于是，我总是先把垃圾文件浏览一遍、扔掉，把好东西留下来慢慢看。结果我发现虽然行李箱轻了，但我读过的都是垃圾，有用的报告仍然躺在行李箱里跟着我到处跑，我却没时间去读，直到一周后它们过时了，我不得不把它们扔掉。想想真是蠢。

大多数经济学家的东西我都不会花时间去读（尤其是那些坚持让别人叫自己山姆博士或埃里克博士的），还有战略师的东西。他们谈论的总是已经发生了什么，而不是将会发生什么。他们不懂预测，而只是把现在的趋势推展到未来。他们中的大多数都人云亦云，只会根据市场的最新动向调整一下自己的预测。所以，他们总是比潮流落后一拍，而不是领先潮流。他们永远对经济的波动性估计不足，当然也有很少的例外，库珀博士至今仍是我所知道的最优秀的经济学家。我的一些最佳信息来源是企业家，他们让我了解到最新的商业动向。此外，当然了，那些“反向指针”也是我的宝贵资源。

在办公室很难读东西，不是电话不停地响，就是你忍不住要去看电脑。电子邮件和彭博终端是最让人分心费时的：盯着彭博终端看对于思维一点都没有帮助，清空电子邮件收件箱很容易变成一件不做就难受的事。我发现自己总是在回复一些无关紧要的邮件，而不是在思考。电话留言也是一样。我们的办公室里有一间阅读室，几乎算是个图书馆。很好的灯光、舒服的椅子，没有电话机，不许闲聊。在这里，只用一个小时你就能不受打扰地读完一大摞研究报告。不过，我一天中最有效率的阅读时间还是坐地铁的 85 分钟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为一名投资者，你必须能控制你自己的知识汲取环境，而不要让外部世界控制你。在接见什么人、拒绝什么人方面你必须非常有原则。现在大家都相信互联网和电子邮件是能够帮助人们节省时间的伟大发明，可能吧，但就像我前面所提到过的，它们也可能让你精力涣散。不是说大家都喜欢引用对自己有利的证据吗？那我也这样做一下吧：最近伦敦大学对 1 000 人作了一项调查，发现经常性地收发电子邮件和短信会降低智力水平和效率，其影响比吸烟还严重。研究发现，大多数办公室职员都沉溺于电子邮件。他们之中 1/3 的人从早到晚盯着电脑，收到电子邮件后一分钟都不耽误地回复，顶多不会超过 10 分钟。1/5 的人会在会议期间回复电子邮件。

研究发现电子邮件骚扰对智力的平均影响是 10 个 IQ（智商）点，吸烟只会让你的智商降低 4 点。10 点 IQ 相当于失眠一夜造成的损失。当然了，3 种影响都是暂时的。另外一个有趣的发现是：女人们比男人们受的影响小。沉溺于电子邮件只会使女性的智商降低 5 点，却会使男性智商平均下降 15 点。换句话说，女性更善于一心多用。

看来，不仅要读，还要聪明地读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十五章
人们记得的总是你最近的表现

人们的记忆总是很短暂，资金管理人的职业周期在很大程度上取决于统计数据和靠换人赚钱的顾问们。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你在一家大型公司里替共同基金管理资金，就准备好接受精神创伤吧。基金的单位净值和当年盈亏每天都要公布，谁都可以看到，似乎全世界都清楚你是英雄还是狗熊。如果公司营销人员和客户十分在意基金的短期表现，那么，哪怕你再沉着，心情也难免不随着每日净值的波动而上下起伏。替机构投资者管理资金当然也不轻松，但至少用不着每天面对估值的压力。

投资组合表现良好时，你觉得自己已炼成金刚不坏之身，驯服了市场这只怪兽，冲破了投资的迷雾。但是，当你在竞赛中落后，而销售人员和客户又对你穷追不舍时，日子会变得十分难过。你搞不清哪里出了差错，因为构建一个投资组合往往涉及三四十个决策。你陷入了低谷，这时候，一个人更容易作出错误的判断。过不了多久，你就变得灰心丧气，开始自我怀疑。这样的低谷可能持续6个月、18个月，甚至许多年。

并非人人都能忍受管理资金的折磨

业绩是一杯醉人的鸡尾酒（说毒酒也许更合适），由成功的喜悦和失败的沮丧调成，喝下去可不那么轻松。一次漂亮的表现之后，你会有些飘飘然，暗自踌躇满志，甚至目中无人；而一次糟糕的表演又会把你的信心击个粉碎。在摩根士丹利时，我曾经提拔过一个家伙，让他独自负责一只基金。那人大约40岁，很聪明，以前担任分析师和与他人共管基金时表现十分出色。我知道，他心里一直期盼着有朝一日能独立管理基金。从资历和背景看，他完全胜任这项工作。更让人满意的是，他很善于自我调节、婚姻幸福、自信而沉稳，这些性格特征都让人放心。虽说一个人若是消化不良或得了抑郁症也有可能成为伟大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的基金经理，但如果有选择，我还是更喜欢哈克贝里·芬[1]。

可惜，这个我如此精心挑选出来的家伙刚开始独立运营基金就出师不利。不知是他运气欠佳，还是我看人不准——也许他根本不具备我期望中的那种才华。总之，头一年，他管理的基金就在同类基金中排在后1/3的位置，落后于基准400个基点。在压力之下，他开始频繁地买进卖出，仿佛交易越多就说明他越勤奋。当然，这样做徒劳无益。频繁的买卖很少给投资带来好结果，一方面是因为交易需要支付成本，另一方面是交易中埋伏着一买一卖双重风险。当了18个月的基金掌舵人后，他的烦恼好像有增无减，就连公司的销售人员也开始嫌弃他。他告诉我说，他经常失眠，我让他把心情放轻松。投资是马拉松，不是百米赛，我们愿意多给他点时间。

又过了几个月，他来找我，提出辞职。他说他受不住了，工作已经影响到他的家庭生活。他不准备再干这行了，想带全家人搬到怀俄明州，当一个滑雪教练。我想劝他改变主意，人事部则建议他去找心理专家咨询，但都没有用。他又干了一段时间，完成了和另一位新经理的交接，年底时离开了公司。几年后，他又搬回芝加哥，在一家银行当上了研究部总监。但据我所知，他再也没有运营过资金。

超级明星也可能出局

还有一个更让人感慨的故事，它已像一根锋利的芒刺嵌入了我的脑海。那是几年前的一个1月份，我诧异地听说巨企投资管理公司[2]辞掉了他们曾经的超级明星珊迪·安德鲁。我猜他们一定支付了高额的离职补贴，尽管如此，这个消息还是令人难以置信。珊迪的经历是典型的“英雄末路”。请不要错解我的意思，我不是在说巨企作了错误和不公的决定，只是在感叹资金管理行业冷血的一面。

---

① 马克·吐温小说《哈克贝里·芬历险记》的主人公，一个机智乐观的小男孩。——译者注

② 作者在本书中提及部分企业时使用了化名，此处的巨企投资管理公司（Big Firm Investment Management）及下文的惠添公司（Wean Ditter）均属此类。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

珊迪大约50岁，高高的个子，一头黑色长发，长得蛮耐看。她穿着得体，说话语速不快，带着点淡淡的南方口音。有时，她的眼神会忽然变得有些迷茫，仿佛一下子陷入了某种沉思。珊迪的背景并不显赫，她在佛罗里达州长大，在坦帕读的高中，毕业于迈阿密大学，她的人生并非沿着安多福[①]——耶鲁——哈佛商学院的辉煌路线一路走来。

1997年巨企合并惠添公司后，我认识了珊迪。她不知疲倦地工作，管理的基金表现优异，在惠添已经崭露头角。我理解，对珊迪来说，或者说对所有女性来说，要想获得一个独立管理基金的机会谈何容易。事实上，在这样一个由男性统治的投资世界，她得既保持业绩良好，又主动进取，才能获得一个施展的平台。我相信，她必须比那些好斗的“公鸡”更好斗。一二十年前，时运总是对女性资金管理者不公，如今，不公在某种程度上依然存在。

在投资管理领域，人们对女性投资经理怀有某种心照不宣的偏见。有一些大型多头基金的管理者是女性，但数量不多。而我好像还想不出有什么大型对冲基金是由女性担任经理的。投资管理业中的男人们，无论老少，都认为女人不适合这项工作。尽管他们从不说女性的智慧亚于男性，但认定她们有两大障碍：首先，女性比较容易情绪化；其次，也是最重要的一点，如果她是位母亲，她应该没有足够的热情和时间去管理投资。当然，他们的这种态度中包含了智力歧视、性别偏见、职业上的小心眼儿等各种微妙因素。

绝大多数男性投资管理者认为，有小孩的妇女在家中有太多的事情要做，缺乏精力开展研究，也没有足够的时间花在办公室或旅途上，而这些都是一个成功的投资管理人必须付出的。他们认为女性更适合和倾向于做一个好妈妈，这与投资之间将是一个难以调和的矛盾。或许等到50岁，孩子们长大了，她们可以从事投资管理，但那时候，她们多半早已落伍了。

在巨企时，我曾经听到一些年轻的男性投资人员宣称，女性最适合的岗位是在技术要求不是很高、压力不是很大的支持部门，如客户服务、市场销售和行政管理等，他们认为公司不该对女性投资经理的长期表现抱任何幻想。不过，

① 指美国著名私立高中菲利普斯中学（Phillips Academy），人们常按其所在地名称它为安多福（Andover）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巨企坚定地认为，一碗水要端平，女性和男性一样，可以在家庭和工作中找到平衡。但这并不能改变男员工们心中根深蒂固的偏见。

在这样的环境下，珊迪闯出了自己的路。她很聪明，也很努力，当然最重要的是她对市场和股票的嗅觉非常灵敏。作为一名趋势投资者，她管理的基金在 20 世纪 90 年代的后几年表现得相当不错，她在卖方那里培育了很好的资源，也对向她提供宝贵信息的人给予了慷慨的回报。她很温柔，但那些簇拥在她周围的人又觉得她很有脾气。至于她是如何平衡家庭与工作的，我也感到不解。

当然，和其他许多优秀投资经理一样，珊迪并不容易相处，虽然我没有碰到过什么不快，但她手下的员工说她对自己和部下的要求都很严。正如我以前说过的，我认识的几乎所有真正优秀的投资经理脾气都不小，有几个还以大嗓门出名。赢利的压力把他们变成这样，当然，也是赢利的压力使他们优秀。

到 1998 年，珊迪管理的基金已经成为巨企表现最好、最受欢迎的基金之一，零售客户大量认购，基金规模达到 200 亿美元，即便是在整个市场最火暴的时期，她的表现也很抢眼。我喜欢珊迪，我们聊过天，还一起吃过几次饭，她是一个真正的投资家。不过我也庆幸我没有直接领导她，我可以感觉到她比较难管。

巨企和惠添合并后，我出席的第一次大型会议是在菲尼克斯举办的“投资视角研讨会”。这个研讨会是巨企公司销售部的一项重要活动，大约 600 名（从 1 万名中遴选出来的）客户获邀参会，巨企在盛宴款待他们的同时，向他们介绍公司的共同基金。参会的人都不是省油的灯，经纪人是业界最聪明、最成功的，企业家们也都拥有了自己的事业王国，无论是公司高管、组合经理，还是共同基金，都要经受他们挑剔眼光的考验。他们待人热情，但更大的热情在于赚钱。谁都不敢小瞧这些人。

那次会议在一个巨型会场举行，灯光、音乐、舞台特效齐备，组合经理在演讲之前都经过精心彩排，现场还配备了提词器。经纪商们对这种完全编排好的死板演讲并非全无兴趣，但他们都是些坐不住的人，总是不停地接听手机或起身走动。会议开到一半，好多经纪商已经溜到外面的走廊里读报、打电话或者闲聊。我作了一个演讲，虽然赢得了几回笑声，但还是感觉出他们的挑剔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在第五个基金经理开始演讲时，我已经感觉到场内听众的疲倦情绪了。

下一个演讲的是珊迪！突然间，我发现原本在外面走廊上游荡的经纪人们陆续走了进来。当珊迪伴着主持人的介绍走上演讲台时，听众们开始兴奋起来，先是一些经纪人站起来鼓掌，很快全场起立热烈欢呼，阵势让我惊讶。听众们是真诚的，珊迪给经纪人以及他们的客户带来了很好的回报，他们感谢她带来的数字，是那些数字让他们过上了体面生活。她是他们的明星，他们爱她。他们认真聆听她的演讲，就好像她正在传播着投资福音。

当珊迪演讲完毕沿着听众席中间的过道往外走时，经纪人们向她鞠躬，他们欢呼着“我们爱你”、“加油，珊迪”！演讲厅外，他们继续追随着她，向她咨询股票，争相与她合影。

珊迪喜欢这一切，演讲台上的她矜持地沐浴在听众的景仰中，脸含笑意。她喜欢受到关注，谁又不喜欢呢？尽管我没有感受过，但可以想象，那一定是热血沸腾的时刻！作为一个投资家，当你表现良好时，那种感觉会很棒，简直就是觉得自己无往而不胜。珊迪是投资管理这场芭蕾舞剧的首席明星，大量的资金涌向她的基金，她的一切需求在销售部都可以得到优先满足。几年来，珊迪一直觉得公司派的薪水没有充分反映她的价值，她开始向管理层要价，要求大幅增加薪酬和福利。尽管不高兴，但管理层还是满足了她。因为，她是他们的明星！

在接下来的几年里，珊迪保持着她的状态。1998 年、1999 年还有 2000 年的上半年，她管理的基金虽然算不上最辉煌，但也很不错。不过，作为一名趋势投资者，她在科技股狂潮中没能适可而止，对 2001 年的市场继续看多，直到 2002 年才被迫放弃，此时她的基金又募集了很多资金。更糟的是，在 2002 年秋天和 2003 年春天市场筑出双底后，她又坚持看空，在基金中保留了 20%的现金。也就是说，先前的牛市思维持续过长，导致她后期的熊市思维也过长，结果那段时期她的业绩表现很不理想。

这么说吧，如果你管理的是一只每天面临市场和投资者压力的基金，你很容易在踩错一个节拍后步步都踩错。这不是说你将永远无法跟上正常的市场节奏，但一个错误的信号有其自身的惯性，往往经历多年才能纠正，珊迪的情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是这样。她错了，而且全世界都知道她错了。那段时间我们交谈过很多次，在我看来，她显得有些顽固、偏执，不尊重市场。为了说明她保持高现金比例的正确性，她经常引用看空技术派人士的观点。但正如我以前曾经说过的，每一个人，我强调的是任何一个人，都有踏错节拍的时候。

基金业绩下滑后，珊迪更加频繁地交易，对手下的员工要求也更严。2003年年底，在基金业绩不佳、员工抱怨、管理不力这几个因素的共同作用下，巨企管理层终于要求珊迪离开，当然估计他们为此也支付了不菲的离职补偿。

我对巨企让珊迪离开的决定感到震惊，珊迪是一个优秀的投资家，任何一位优秀的投资家都有低潮期。珊迪是对员工很严，但管理一只大型共同基金可不同于娱乐竞赛，这是和市场之间生与死的较量。报纸每天评价你做得如何，你的经纪商和客户们可不关心你的秘书和分析师是否愉快。你不会忍受，也无法忍受平庸的下属，虽非故意，但他们的平庸将影响到你的表现，危及你的也包括他们自己的事业。

我为珊迪感到难过，她一直在努力成为一名明星投资家，如今却变成了人们口中的败军之将，这对她来说是一种深深的伤害。我欣赏她对市场的判断，在她离开公司后不久我和她联系过，她告诉我，离职前的业绩表现使她难以吸引投资者，她发起的对冲基金没有能募到足够的钱，她觉得很难重新找到自己的位置。

几个月后，一位朋友打电话给我。他管理着一只巨型对冲基金，正在考虑聘请珊迪出任分析师并管理部分资金，想问问我的意见，看她是否合适。我说珊迪很有才干，他表示同意，但觉得她不够泼辣、好斗。我不得不笑着告诉他，珊迪在这方面可毫不逊色。后来我听说，她做得很不错，手中资金的规模也增加了。

珊迪的故事并不是特例。早几年前，一个管理成长和收入型基金的家伙也曾有过相似的经历。几年的辉煌业绩，顶礼膜拜式的欢呼，经纪人的追捧，可没几年后，就只剩下一场冷静的告别宴。这就是这个行业的残酷！

我想通过上面这段令人伤感的描述来表达什么呢？**首先想说的是，在投资这个行业，人们记得的只是你最近的表现，荣光易逝，荣与辱的转换只在一刹**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那间，这是一个数字的游戏。千万不要为客户的忠诚、销售员的追捧、老板的宠爱而得意，这些都只是昙花一现。顺风航行的旅程可能骤遇风暴，盛夏与严冬总是在交替。其次，如果你在一家人事关系复杂、“公司政治”色彩浓厚的大型投资企业工作，而你本性又不是一个谦和之人，那你最好一直保持着好的业绩。如果业绩良好，公司管理层可以容忍你的个性，哪怕是很可怕的个性。不过，在你运气一般时，你最好记得收敛自己的脾气！我还想告诫那些大公司的高管层：不理解基金业绩表现的周期性是极端错误的。他们必须学会接受他们为数不多的、真正的投资家们的瑕疵。一个大的投资企业中，可能有 200 个组合经理管理着 100 种产品，但其中只有 10 到 15 位是真正的投资家，他们才是企业不可或缺的宝贝。在我看来，珊迪就是一个！

保守的投资家也可能失去客户

带着他那招牌式的笑容，史蒂夫今天跑到我办公室聊了好久。那种笑容一直伴随着他，有时笑中带着轻松，比如经过周末的休息后；有时笑中掺杂疲惫，比如这次。由于他管理的基金这一阶段表现糟糕，很多客户关闭了账户。

我和史蒂夫相识多年。他和我都是在格林尼治长大，但他从不参加那里的俱乐部活动。在他的笑容背后是他对世俗的嘲讽，尤其是对格林尼治的嘲讽。这里我转述的是他几年前的一封圣诞信。在我们那一带，随圣诞贺卡发送的圣诞信是自我炫耀的一种方式，信件内容往往是写信人一家过去一年生活得如何完美，子女取得了如何喜人的成绩等等。有时候，甚至还会附上家庭照片。去年，我曾经收到过一张这样的照片，家庭成员的名字下面标上了那些著名学府：父亲，麻省，1979；母亲，麻省，1981；女儿，哈佛，2002；儿子，耶鲁，2004。

我和史蒂夫收到圣诞信后总是先对发信人奉承一番，然后私下里嗤之以鼻。两年前，史蒂夫决定行动起来，炮制出了一封自己的圣诞信。我必须承认，他先把信拿给我看的，我还提了一些修改意见。我喜欢这份圣诞信！或许偶然间你看到过这封信，但绝对没有我保存的这封原汁原味！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我亲爱的朋友：

在这封圣诞信中，我们将与你分享在即将过去的、洋溢着幸福和快乐的 1998 年中，我们全家经历的一些美妙时光。

2 月，简从贝蒂福特医疗中心[①]回家了，这是她第三次去贝蒂福特医疗中心治疗，她在那里见到了很多老朋友，结识了很多新朋友。贝蒂福特医疗中心真是个温馨美妙的地方，现在在我们全家人心中都占有特别的地位。简说贝蒂福特是通向社会上层的最好阶梯，在结识社会名流方面甚至比在慈善机构工作还要便利——而且更加便宜！

3 月令人兴奋！简短的订婚仪式后，我们可爱的女儿南希和安东尼奥·米盖尔结婚了。他们去年相识于日内瓦，安东尼奥来自巴拿马一个简单的四口之家。这是南希第三次步入婚姻的殿堂，安东尼奥的幽默和开朗让我们真切地感受到他就是南希的王子。安东尼奥为婚礼租了一架协和飞机（与之相比，我们的 G-5 型飞机就显得有些蹩脚了）飞往巴拿马，他在巴拿马城的三个豪华住所和在乡下的大庄园让我们惊叹不已。

安东尼奥是巴拿马警察部队的一名中尉，自己业余经营着一家小企业。很显然，尽管安东尼奥不愿意多谈，但生意做得很出色。出生于一个平凡之家的安东尼奥如今是巴拿马最富裕的人之一——一个真正白手起家的人。我们漂亮的小女儿朱丽叶在安东尼奥的一名贴身保镖照顾下特别安静，这个保镖是来自利比亚的一个魁梧小伙，安东尼奥至少有 6 个这样的保镖。

因为密歇根小心眼儿的保释官没有给比利准假，我们全家除比利外都参加了婚礼。我们度过了一个特别的时刻，遇见了来自中美洲各个地方的政要和巨贾。他们几乎每人都携带着武器，习惯之后我觉得佩枪是种很性感的装扮。他们赠送的结婚礼物不同寻常，众多礼物中有一辆防弹奔驰车和一艘安装了 50 口径机关枪的游船。蜜月旅行的目的地是哥伦比亚，安东尼奥在那里有一些生意。我们的宝贝女儿现在成了带着自己发型师旅行的空中阔妞！

---

① 贝蒂福特医疗中心位于加利福尼亚，是美国名流、富人们光顾的医疗中心。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生活总是会有波澜，它使我们变得更加坚定。我们坚信，你们没有人会相信史蒂夫会从事那些卑劣的秘密交易，那是哈特福德区的腐败政客检察官在血口喷人。媒体在推波助澜，不管《华尔街日报》如何说，我们从来没有在史蒂夫管理的共同基金做什么延迟交易[①] (late trading) 或择时交易[②] (market timing)。

在巴拿马过了感恩节后，我们乘着长50米、航速每小时30海里的“无敌号”新船踏上了回程。旅程比我们计划的要长，在经过圣俄若达时，当地警方怀疑我们在进行非法走私，我们全家人被羁押在船上一个星期。直到我们邀请警察局所有人，包括他们的妻子、女友、孩子参加聚会并给每个人都奉送了红包后才最终得以离开。

我们期盼你们赏光来我们环山路的新居喝上一杯，新居奥运会规格的游泳池将于明年早春时节竣工，所以别忘记带上泳装。雅克，还有卡文，会为你们展现他们的厨艺……

这种玩世不恭的态度使史蒂夫成为了一个不错的投资者，在相当长的一段时间里，他保持着良好的业绩记录。他管理着一只做多风格的基金，主要客户是一些富人、小基金和捐赠会，换句话说，他不进行对冲。20世纪80年代，他在富达基金工作，是那里的大明星，1991年他创办了自己的公司。在过去的几年中，他交出的数据喜人，公司成长不错。史蒂夫是个谨慎小心的投资家，只持有自己真正熟悉并完全信任的30到40家成长型公司的股票。史蒂夫用传统估值模型进行定价，这种理性定价使得他在20世纪90年代后期的牛市中斩获不多，在熊市中他本可安然些，可又遭受了“安然事件”的打击。

史蒂夫在安然事件中蒙受了重大损失。他喜欢以理性的价格买入具有成长性的股票，而安然无疑符合这一特点。史蒂夫对安然研究得很透彻，多次去公司调研，对它深信不疑。所以，当市场上开始有些风声，而安然股价开始下行

---

① 延迟交易指的是将基金净值计算时点之后接到的申购或赎回提前确认，按当日计算的基金净值结算。——译者注

② 择时交易指的是利用不同市场、不同区间的时间差进行套利的行为。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，他又买入了——正如巴菲特所教诲的那样。史蒂夫不相信趋势投资，他不认为市场走势能预示什么。我个人认为，我们每个人都可能碰到安然事件，分析师和研究员对此是无能为力的，因为这是欺骗。巴菲特曾经说过，他所认识的两个最聪明的人——联邦家庭抵押贷款公司董事亨利·考夫曼和马蒂·里波维兹——在安然事件中损失达到60亿美元；我所知道的最优秀的投资家之一，安联公司的哈瑞森，在安然股票上也损失惨重。但是，史蒂夫的客户们可不这样理解。

2003年，史蒂夫保持了很高的现金比例，一是因为他无法找到便宜的股票；二是在安然事件后，他开始对整个世界心存戒备。尽管他管理的账户在2003年升值了12%，但与涨幅达28.7%的标准普尔500指数相比还是差了不少。2004年，他管理的账户升值5%。换句话说，5年来他没有为投资者真正赚到钱，每个人总是记得安然事件中的他，他的客户们变得不耐烦，他管理的资产规模在下降。事实上，他的舞步也乱了。

面对这些，史蒂夫的笑容依旧。虽然他能理解这一切正是这个行业的特性，但我还是看出他因为一些忠实客户的怀疑和离去而深受打击。

事实上，基金最重要的客户撤销账户是基金低潮期行将结束的一个最佳信号。如果你的投资管理人真的“病入膏肓”、不能再集中精力，或者他真的只是昙花一现，很显然你最好的选择是立即结束这种关系。但如果他已经保持了长时间的良好记录，就算他和别人一样犯了错误，你也不该把他归入“昙花一现”之列，除非他表现得不再专注，出现了畏惧心理，或是改变了投资风格。如果他只是暂时失手，请克制住你撤销账户的冲动。如果你相信业绩回归平均值是投资的黄金律（如我这般相信），如果你相信聪明的管理人最终将超越基准（如我这般相信），那么在基金表现逊于基准时赎回没有任何意义，反而将是双重损失，因为你已经忍受了低于基准的痛苦，又将失去业绩反弹的快乐。

如果你的投资管理人过去曾有很好的记录但目前表现不佳，你要耐心。好的投资管理人可遇而不可求，一旦碰到了就别轻易放弃。寻找一个合适的替代者非常难。投资业绩的波动是周期性的，最优秀的投资家也会有某段时期甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较长时期表现不如基准。投资经理收取了你的管理费，长期来看，他们带给你的年均回报应该比指数型基金高出几个百分点。尽管他们的管理费高出指数型基金不少，但这几个百分点按复利计算后意味着你的财富在若干年中将获得更显著的增长。例如，在约翰 · 邓普顿管理基金的 30 多年中，虽然各年光景不尽相同，但投资人最初的 1 万美元投资增长到了 632 469 美元，如果投资道琼斯工业平均指数，相应收益则为 35 400 美元。约翰也曾经有过几次连续 3 年输给基准，但他也曾经连续 9 年超越基准。

最伟大的投资家也有低潮期

几年前，在庆祝格雷厄姆与多德合著的《证券分析》发行 50 周年大会上，巴菲特在哥伦比亚大学作了一次题为《格雷厄姆—多德都市的超级投资者们》的演讲。在那次演讲中，巴菲特反驳了金融学教授们的“有效市场”理论。根据该理论的观点，股票价格中反映了一切信息，没有被低估的股票，那些超越市场的人只是幸运而已。

巴菲特举了 10 家投资公司做例子，它们均曾承诺将奉行价值投资理念。所有 10 家公司的长期表现均较多地超越了主要指数。例如，太平洋合伙公司在 19 年间平均年增长达到 32.9%，有限合伙人收益为 23.6%，比同期的标准普尔 500 指数高出 7.8%；特崔第布朗公司 16 年间增长了 936%，同期标准普尔 500 指数增长 238.5%。巴菲特本人的业绩当然更不用说。

让人惊讶的是，这些超级明星（巴菲特除外）在被统计年份中竟有 30%~40% 的时间表现不如标准普尔 500 指数。不在巴菲特研究之列的邓普顿公司也有 40% 的年份落后于指数。没有一家公司是年年都能跑赢指数的。不过，在那些落后的年份里，基金的表现大多只比指数低一点，而在那些超越指数的年份里，与指数之间的差异就很大，甚至是极大。

大部分低谷都是紧随在表现出色的年份之后。除一两家之外，巴菲特所研究的这 10 家公司都有周期性的长时间落后期（定义为连续 3 年或在连续 4 年中有 3 年落后于基准），几乎无一例外，持续的业绩良好之后总是这些落后期相跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随。很显然，在基金表现不好时赎回基金是一个代价昂贵的错误决定。相反，在连续4~5年的收获后，保持谨慎倒是一个更好的技巧。

基金的相对表现一般都有3~5年的周期，具体与基金经理的风格和特定市场的热点相关。有些发现是惊人的，一个极端的例子是太平洋合伙公司，在连续5年大幅超越标准普尔500指数（最后3年给投资者的回报是120%、114%和65%）后，接下来的6年中有5年表现均低于标准普尔500指数，在这之后又以127.8%的增长回到了正常轨道，并保持了5年的良好表现。现在，你可能会说，作为客户，你不能忍受如此大的波动，这是可以理解的。但事实是，19年间标准普尔500指数增长了316%（年增长率7.9%），而太平洋合伙公司在提取管理费后增长了5 530%（年增长率23.6%）。这样显著的差异是不是值得你的心脏多承受些负荷？

另一个例子是关于查利·芒格的，他后来成了巴菲特的合伙人。芒格曾经在连续5年中4年表现落后于标准普尔500指数，但从13年的时间跨度来考察，他的年投资收益为19.8%，而指数只有5%。特崔第布朗公司长期表现骄人，但也曾经在连续4年中3年落后于指数。同样，红杉资本在成立之初曾3年半落后于标准普尔500指数，后来才走到了今天的辉煌。

巴菲特没有说到的是，今天，如果一个基金经理连续2~3年（很少4年）表现落后于指数，那他极有可能被解雇——解雇他的是主导这个行业的人力资源顾问，或是机构客户。人们的记忆总是很短暂，资金管理人的职业周期在很大程度上取决于统计数据和靠换人赚钱的顾问们。

史蒂夫的困扰不足为奇。他无法找到他认为便宜的股票，他所作的努力受到忽视。他拿不准自己是不是落伍了、是不是需要调整投资策略。他陷入了严重的失眠，和客户见面前后胃总是疼得厉害，医生告诉他，那是焦虑所致。他甚至在考虑是否要放弃，多去打打高尔夫、认真打理自己的钱。我鼓励他挺住。史蒂夫才50岁上下，积极活跃、脑子闲不住。我想，要是真的退出这片战场成为旁观者，他一定会感到失落。我坚信，他会再次散发出耀眼的光芒，但在这个缺乏足够包容的行业中，处于低潮期的他真的很苦！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十六章
拥有财富之后如何抓牢它

现在所谓的私人财富管理业总体上投资能力（比起它们的推销能力来）确实很低。在这一章里，我就带你们逛逛那些不常见的储存财富的仓库。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想让资产保值增值可不是件容易事，很多人做得都不成功。过去的标准做法是雇用一家大名鼎鼎的投资咨询公司，好比美国信托、摩根担保信托、Scudder基金管理公司之类，让它们来替你妥帖地管理金钱。不幸的是，这些机构现在已经雄风不再，剩下的只是当年的一点影子。这样说很遗憾，但在我看来，现在所谓的私人财富管理业总体上投资能力（比起它们的推销能力来）确实很低。优秀人才因为受不了官僚主义而纷纷离去。在这一章里，我就带你们逛逛那些不常见的储存财富的仓库。

天下大乱时，珠宝真管用

几年前我有一次去香港，见到了某个非常富有的华人家族的族长。这个家族的钱部分是由我管理的。在那时，他应该已经年过九旬了，但仍喜欢人们叫他“将军”。他曾是一位国民党将军，参加过抗日战争。将军已经年迈衰弱，有点喜欢伤感怀旧。不过，无论什么人，若是像他那样阅尽世事沧桑，恐怕都会变得伤感怀旧吧。

这个家族有一大笔财富，分别由3家大型投资管理公司管理。但此时，将军却像哲人般地思考起财富的用场来了。他讲起在天下大乱时财富多有用，并且说，那才是你真正“需要”财富之时。纸上财富在平常是好东西，但到了灾难降临时却毫无意义。而灾难总是会降临，大约每半个世纪一次。在20世纪，它降临在亚洲、欧洲，与之相伴的是战争、饥饿、疫病和死亡，它们几乎成了主宰人间的“四大天王”。

在老人家看来，要想储存财富和抵御灾难，珠宝是最好的选择——比黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都好。富有的家庭应当储藏珠宝，就如同上保险和设立遗嘱托管一样。他说，用来消灾解祸的财富必须是好带、好藏、易出手的。玛丽·安托瓦内特和俄国沙皇皇后就都曾在逃离宫殿时把珠宝塞进胸衣里。

他讲起1941年日本人攻占香港，他们这个大富之家一夜之间变得三餐无着。那时他远在军中，太平山的宅子里住着他的祖母、母亲、他和他的三个兄弟的妻子儿女们，要填饱的肚子很多。城市一失陷，英国的经济体系停止了运转，银行存款完全冻结。许多香港人相信，在可见的将来，甚至永远，都会是日本人和大东亚共荣圈的天下。新加坡陷落了，20万英国士兵投降了，两艘威力无穷的英国战舰"反击号"和"威尔士亲王号"也被日本飞机击沉了。他们家族在香港拥有大量房产出租，但到此时，没有房客再交租金。他们在国外也有钱，但无法提取。所有的经济来源都断绝了，而香港的经济回到了以物易物的时代。

结果，一大家子人熬过了接下去的几年，全靠妇人们用珠宝换取食物和保护。在1942年的香港，珠宝很吃香，因为日本军人的那些当地女伴无不眼馋珠宝。街头的妓女从日本兵那儿得到钱和日用品，但最美丽的高级妓女却向军官们索要珠宝——既为佩戴也为保值。于是，军官们收购珠宝以博美人欢心。莎士比亚写道："珠宝总是沉默不语，却比多少言辞都能打动女人心。"日本人和他们的女人们似乎都看不上黄金，黄金没有装饰性。就这样，这家人靠变卖珠宝度过了1942年和1943年的黑暗日子。

老将军说，自古以来，占领军总是要在占领区找女人，而女人自然要索取值钱的东西作为回报。所以，同样的故事不仅发生在香港。珠宝一向被用来扮靓，同时也用来炫耀一个人的身份与财富。在物价飞涨的时期，珠宝还是坚实的财富。研究显示：金银都具有极高的抗通胀能力，由于珠宝首饰上通常带有大量的金银，它们在通胀时期至少能够保持购买力。在德国魏玛共和国时代和20世纪30年代初都是如此。与歌里唱的不同，女性最好的朋友不是钻石，而是珠宝。钻石只是一种价值被人为操纵的商品。

老将军继续探讨着他的珠宝理论。他说当今世界的银行系统依赖于复杂的计算机程序，很容易受到各种社会性和技术性的恐怖攻击，1941年香港的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还有可能重演。若是出现长期断电、美国的银行和交通系统瘫痪，那么纸质货币可能会变得一钱不值。一旦经济形势恶化，珠宝可能会变成一种最受欢迎的货币。

这种观念很有意思。对于具有收藏价值的珠宝，人们并没有系统性的价格和利润统计。一位专家说，所谓“收藏性珠宝”的出现是在20世纪50年代前夕，有人则说这种概念至少在20世纪30年代就已存在了。那些由著名设计师签名设计的珠宝（例如卡地亚生产的“装饰艺术”珠宝系列）总是能卖出高价。专家认为，“一件珠宝越是具有艺术价值就越好”。现代的珠宝一定要设计时尚才能带来价值。在不久前的日内瓦拍卖会上，设计优良的珠宝珍品身价不菲，而钻石或大块宝石却卖得不好。

我还是很难把珠宝当成一种主要的资产类别。不过，作为一种保值工具，它与艺术品一样，确实具有审美以外的收藏价值。至少有一点，人们可以轻松地把它们送给女儿或儿媳，不用交赠予税。老妇人死后，继承她的珠宝也不用交遗产税。珠宝好带、好藏，所以人们逃难时总是用它来储存财富。而且，就像老将军说的那样，它在灾难时能派上大用场。

考虑税费后的净收益

另一天晚上，我和老友山姆吃饭。大约15年前，他卖掉他的公司，心满意足地拿到了一大笔钱。从那之后，他的主要工作就变成打高尔夫和让自己的财富继续增值。两方面他都做得很成功。在此过程中，他也总结出了不少有趣的心得，是关于美国纳税人应当如何管理金钱的。

山姆的哲学总结起来就是：在考虑回报时，一定要考虑你实际能得到的回报，尤其是税后回报。平时你看到的利润都是税前利润，具有欺骗性，你真正应该关注的是如何得到最高的税后收益。流动性和投资的透明性都至关重要。投资者应当有权改变主意或撤回资金。山姆喜欢让一切简简单单，因此不怎么去碰房地产和石油天然气这类生意。“太复杂了，流动性也太差，再说几乎无法计算回报，因为赚的钱要分10年才能拿到。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

山姆没有聘请财富管理公司来为他管钱。他说，他们喜欢围着机构账户转，个人客户得不到重视——即使你是有钱人。还有，在现在这样的环境下，最优秀、最聪明的投资人才自然都跳槽到了对冲基金。所以，他把重点放在了对冲基金上。他也不通过组合基金来投资对冲基金，因为感觉这些组合基金对对冲基金的了解并不比自己强，而他们收取的费用却会让自己的收益大大减色。不过，他倒是认为缺乏投资知识的人不妨购买组合基金。

山姆说，对冲基金很吸引眼球，如果你投资的基金正在飞涨，你就能成为鸡尾酒会上的谈话中心。但美国的纳税公民们拿到的只是一般合伙人抽取 20% 之后再交过税的收益。他个人投资在激进型的对冲基金上，并且愿意接受风险。市场中立型基金对他毫无吸引力。

山姆的经验是挑选一些长期表现出色的基金，深入了解它们的经理人，一旦投资进去就不轻易撤出。过去 10 年，他投资的 3 只主要基金在扣除费用后的税前内部收益率达到每年 25.4%，而同期标准普尔 500 指数的年收益率只有 11.1%。而这 3 只基金在此期间的波动性是 21%，标准普尔 500 指数是 15.8%。也就是说，这些基金时常会出现一个月就缩水 10% 的情况。然而，在交了联邦和加州的税款后，他的投资收益率降低到 16.3%，因为他交易频繁，所以收益中 71% 都是短期利润。当然了，标准普尔 500 指数的收益率也是税前的。他发现免税基金的比例越来越高，因此合伙人对上税的问题也越来越不在意了。

山姆想找的是那种大型基金，管理要非常稳定，牛市时能跑赢市场，熊市时能保护投资——一只基金能做到这样也就没什么可挑剔的了。你不能奢求基金在熊市期间还能为你赚大钱，而且对于付税这点也要心里有数。很显然，对于免税机构来说就是另一回事了。山姆认为对冲基金是中等规模基金的好选择，因为它们不用担心缴税的问题，回报会高得多。

选择要投资的对冲基金和进入的时期需要大量的研究工作，可不是一件容易事。进入的时间点十分关键。“很多人似乎对新创立的对冲基金失败率之高视而不见。要知道，一只基金就算宣布自己会保证低风险运营、会以大量的空仓对冲，也并不能说明它就不会亏大钱。”山姆也对美国的那些宏观对冲基金十分警觉。“那些人出了点小成绩，就以为自己有能力在国际市场和外汇交易上兴风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作浪了。要知道，我的几个最好的朋友全是在外汇和日本股票上栽的跟头。”他沉着脸说。他还指出，20 世纪 90 年代末冒出来的一批基金实际上都是杠杆净多基金，其中很多已经在熊市期间把本都亏掉了。

对于那些有信誉的运营者发起的新基金，山姆乐意投上个 100 万美元，“只是为了观察观察”。他想要多了解它们一些，读读它们的报告，参加它们的合伙人会议，弄清它们的风格。他会到那些合伙人的办公室去拜访他们。过几年之后，如果看到的一切让他满意，他会提高投资的额度。不过，他告诉我除了他主要投资的那 3 家基金之外，其他的新基金都表现平平。

山姆的策略是把 75%的对冲基金投资放在四五家他十分了解的成熟基金里，然后把剩余的 25%分散放在 10 来家“新星”基金里，它们是他的“第二梯队”。他也承认规模是业绩的敌人，但他的那四五家核心基金都规模巨大。世界一流的声誉自然会吸引来大量的投资，而且，一只基金也必须拥有相当的财力才能网罗到最优秀的年轻人才。在这些基金中，他只要看到一丝故步自封或放松懈怠的迹象就会开始回撤资金。但是，如果仅仅是某一年业绩不好或是某个月亏损巨大都不会影响他。只要他仍然相信那些投资经理，他对基金的信心就不会动摇。他希望他的投资经理是一些全心全意迷恋投资的人，哪怕是一些不受欢迎的人。他知道，很多优秀的投资经理对下属很凶，而且在华尔街的销售人员中口碑也很差——因为他们往往不肯听从推销员的蠢话。这类脾气暴躁的家伙很对山姆的胃口。

“新星”基金很具吸引力，因为它们的资产不那么大，还可以在中小型企业里占据重要的地位。它们转换起仓位来也比大型基金容易，在投资方向出问题时这是一大优势。综合起来考虑，山姆认为对冲基金是富人们的首选投资工具，但进行这种投资需要时刻关注，还得具备一定的知识。

总的来说，山姆愿意成为企业的所有者，而不是借款人。而且，就像我提到过的那样，他很在意上税的问题。所以，他从不购买任何应税债券或通胀保护国债（简称TIPS)，因为税金能把人活活吞掉。“TIPS 不适合于个人，”他说道，“因为通胀部分也需纳税，你的真实收益几乎是零。”房地产投资陷阱太多，而且他考察的那家房地产基金的管理人主要是靠交易和管理费而不是利润提成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来赚钱。也就是说，管理者的利益与投资者的利益并不完全一致。石油和天然气投资也一样，交易听起来总是很诱人，但结果赚得大钱的总是运营者和一般合伙人，而不是投资人。

山姆把 2/3 的财产都放在对冲基金里。他认为富人们应当买一笔免税公债作为生活储备金。至于这笔储备金该有多高，这就要看一个人的年龄和富有程度了。他说："比较理想的情况是，就算股市垮掉、你的其他投资化为尘土，这笔钱也足以支持你继续过一种起码的充裕生活。"他对"起码的充裕生活"的定义可能比普通人标准高，但观念没错。"遇到这种惨事的可能性不大，"他补充道，"但何必冒险呢？再说，免税公债现在不算贵。"

风险投资的高风险与高回报

谈到风险投资和私募股权投资，山姆承认他错过了 20 世纪 90 年代的暴发期。不过，他觉得风险投资被吹得太神了，好像通过它一夜致富是那么容易。大家普遍认为，风险投资是一个奇迹般的资产类别，投资顾问们也总是能举出一些精彩的例子，好比耶鲁基金、惠特尼投资（J. H. Whitney）、Venrock 投资这些长期从事风险投资的专业机构是如何获得惊人的长期高回报的。（这 3 家机构都在长达 30 年的时间里获得将近 30%的年收益。）毫无疑问，如果风险投资运转良好，而你投资的又是最棒的企业，一切都会很好。不过，山姆告诉我，他的一些老友在喝多了之后透露，他们已经快死在风险投资上了。用冷静的眼光去观察风险投资，你会发现它是一种高风险的残酷生意，破产率高、违约率高、对新进者没什么门槛。此外，退出很难，钱根本拿不回来。不过，若是你选对了投资的时机和对象，也完全有可能赚得盆满钵满。

风险投资经济指数显示：1969 年到 2002 年间，风险投资基金的平均年回报率为 15.8%，对于一种流动性极低的资产来说这样的收益基本合理。大型美国股票（流动性极高）在同期的回报率平均为每年 10.6%。在计算风险投资的回报时，起算的时间点影响很大。《经济学人》的一项调查显示，在 1988~2000 年期间，风险投资的年回报率为 12%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经理人的选择对于风险投资来说至关重要，也十分困难。这一点与私募股权投资一样。旧金山的一家风险投资基金霍斯雷 · 布里奇斯的一项研究结果显示：1990 年到 2003 年 6 月，1 950 亿美元涌入了风险投资基金。在所有的基金中，业绩表现前 25%的基金共吸引到了 200 亿美元投资，回报给投资者的则是 800 亿美元，未来回报应该还会更多。其余砸进风险投资行业的 1 750 亿美元却没给投资者带来任何净回报，从现金上看还损失了 10%。随着这些基金的成熟和 1999 年、2000 年的巨大投资产出成果，收益可能会提升，但也不能确定。在技术和互联网泡沫破灭后的今天，谁也无法确认当前的估价是否合理。其实，估价还是有可能过高。

有意思的是，硅谷的风险投资泡沫从未真正地缩小。人们估计到 2004 年第三季度，风险投资基金手中握着大约 800 亿到 1 000 亿美元没投出去，而在 2004 年第四季度就又有 100 亿美元的新资金涌入。之所以会有这么多钱未能找到投资对象，是因为在风险投资最热的那段时间，投资者为了进入这些基金都承诺在基金的整个生命期不会撤资（合同中都不包括撤资条款）。此外，他们还同意无论钱有没有投出去都支付固定的管理费（通常是每年 2%）。显然，这样风险投资基金就没有什么动力向投资者返还资金了，因为他们什么都不用做就能舒舒服服地净挣管理费。2004 年第四季度，真正被投到创业公司中的资金是 70 亿美元，还不如新涌入的资金多。硅谷微妙的创业生态系统已经开始阻塞。

我觉得现在并不是把钱放到风险投资中的好时机。正如橡树资本创始人霍华德 · 马克斯的名言："再好的投资主意也会被过高的门槛价格所毁坏。"风险投资如同耕地，要么让你喜获丰收，要么让你颗粒无收饿肚子，其周期与《圣经》描写的相仿（7 个丰年接着 7 个贫年）。20 世纪 90 年代是有史以来最大的丰年，那时募集到的资金到现在还有那么多没投出去。几年前有一次，戴维 · 斯文森向我透露了耶鲁基金的私募股权收益（见表 16–1）。在 25 年的时间中，耶鲁从事风险投资的复合年收益率是 35%，从事私募股权投资的复合年收益率是 31%，两者都是扣除了费用后的数字！我还不知道其他什么拥有如此大型多样化投资组合的投资者能做得这样出色。2000 年，耶鲁在一个 20 亿美元的私募股权投资组合上的收益率是 168%，谁能不为这样的回报率着迷呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 16–1 耶鲁基金私募股权投资收益率

财年 6.30	风险投资	杠杆收购	国际私募股权	总计
1978	27.2	35.3	na	33.9
1979	–2.2	–3.0	na	–2.8
1980	208.1	231.9	na	225.5
1981	33.3	–16.6	na	–0.5
1982	25.6	–47.5	na	–2.2
1983	123.4	–10.1	na	91.4
1984	3.7	41.6	na	9.2
1985	–10.1	5.6	na	–5.0
1986	2.6	34.0	na	15.8
1987	25.4	23.9	na	24.3
1988	–0.7	7.3	na	3.3
1989	–0.3	38.7	13.4	23.4
1990	15.6	7.8	–4.4	11.8
1991	11.6	14.7	–10.0	6.1
1992	28.3	7.2	4.1	14.6
1993	13.6	57.3	–0.2	32.3
1994	20.2	18.7	24.0	24.6
1995	37.8	26.3	13.1	27.0
1996	124.8	30.9	33.7	60.2
1997	37.6	22.3	90.2	36.2
1998	38.5	46.4	1.9	29.0
1999	133.9	24.8	15.4	37.8
2000	701.0	35.1	38.3	168.5
2001	9.0	–14.7	–3.9	–5.4
2002	–39.9	–11.2	–0.7	–23.3
2003	na			
最近 5 年（1999~2003）	107.4	8.4	2.9	39.4
最近 10 年（1994~2003）		53.5	18.9	18.0
自始至今	35.3	21.6	15.7	31.4

资料来源：耶鲁基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

耶鲁聪明地逃过了技术泡沫破灭那一劫。斯文森并未透露他是如何做到的，但我猜想在 1999 年和 2000 年市场最疯狂的时期，耶鲁多半是买入了看跌期权并做空指数期货，用以对冲其在风险投资和杠杆收购基金上的风险。而且，在形势尚好的那段日子，当一家风险投资基金把创业公司运作上市并向投资者们发放股份之后，耶鲁立刻就把刚到手的股票沽出。

投资者还需考虑的一个问题就是：自己的内心是否足够坚强，能否承受住风险投资本质上的波动性。不妨再拿耶鲁基金做例子，看看它的杠杆收购投资回报：1980 年增值 231%，然后在接下来的 3 年跌去 74%。想象一下在 1984 年向你的投资委员会解释这样的事实是什么情景吧。在丰收期，最佳的风险投资基金收益巨大，它们耀眼的投资表现吸引了大量的新资金和成群的仿效者，而这些人往往经验欠缺、能力不足。然后，回报消失了，后进者的情形如何就很少有人去关心了。

《经济学人》的研究还显示了选择风险投资基金的难度。在大多数的年份，表现好和表现中等的基金之间差距巨大。就算在好年景中，很多风险投资基金实际上也在亏损。在风险投资中，表现最好的 1/4 和表现最差的 1/4 业绩相差 23 个百分点，这无疑是所有资产类别中最高的。紧随其后的是杠杆收购公司，差距为 14 个百分点。而在多数股票和固定收益债券类别中，差距只有 2~4 个百分点。

带着怀疑和谨慎选择对冲基金

对冲基金的选择也很重要。根据 TASS 数据库的统计，在截至 2003 年 3 月 31 日的 5 年时间里，表现前 25%和前 75%的对冲基金业绩差距为 9.5 个百分点（分别增长 12.7%与 3.2%，同期标准普尔 500 指数年均跌幅 3.8%）。不难想象，一般对冲基金比私募股权基金波动性低：对冲基金的波动率为 15%，标准普尔 500 指数为 21%。至于组合基金，表现好坏的差距更小一些：5.3 个百分点（前 25%和前 75%的组合基金年增长率分别为 9.2%和 3.9%，波动性 12%）。当然，对冲基金比私募股权投资流动性更强，通常也更透明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想一想我那位老友山姆的投资方略和继承税的问题，我发现它非常适合于拥有1亿美元以上投资资产的机构。不过，让我们来做这么一个设想吧：你退休了，手里有2 500万美元的金融资产，并且是投资领域的老手。你算了算，发现你每年需要40万到50万美元的税后收入才能维持你所习惯的生活方式，而每年你的养老金、社会保险等等收入大约有15万美元。于是你把500万美元买成了高等级的中期免税债券，每年能给你带来大约22.5万美元的收入。要是我的话，还会买下200万美元的10年期国库券，作为战略储备。（它们每年能有8.5万美元的税前收入。）然后，其余的1 800万美元，我会买500万到700万美元的先锋股票指数基金，剩下的要么投资在5~10家对冲基金中（如果能管得过来的话），要么交给几家组合基金。这一策略的要点是：投资债券用于获得稳定的收入，投资股票期待成长，而对冲基金永远是重要的投资选择。当然，这一模型过于简单化，具体怎么做很大程度上要取决于你的收入水平、专业知识和你的投资顾问的能力。

山姆对于对冲基金行业的现状也有一些高见。他说那些长期记录良好的优秀对冲基金运营者已经快被涌来的资金淹没了，资金的规模已经超出了他们的运作能力。他们喜欢网罗那些有前途的年轻人。一位基金大亨就曾告诉他的客户：他拥有一只“新兴经理基金”，运营者是他这些年来见到过的最聪明的5个小伙儿。他知道那些无畏无惧的年轻人能够冲锋陷阵，但也知道无畏无惧会让他们犯下愚蠢的错误。所以，这位大亨准备亲自严格监视这几个年轻人，就像老鹰监视耗子一样。投资者们很开心，他们当然最喜欢看到这样的组合。

山姆谈到纽瓦克市一个叫吉米的家伙，他是个交易狂人，一直战绩辉煌。在吉米最得意的那段日子，他收取利润的50%，不要固定管理费。吉米不是傻子，他知道自己不可能拿着几十亿美元还像几亿美元时那样运营，所以决定改变费率结构，变成30%的利润提成加2%的管理费。他要打造一个对冲基金帝国。虽然收费奇高，但只要他保持着那种点石成金的投资能力，资金就会源源不断地涌来。上周出了条新闻，吉米从另一个对冲基金大亨那儿挖来一个风头正劲的年轻人，让那孩子管理3亿美元。他们的协议是：那孩子拿利润的15%和1%的固定管理费，等于和吉米平分。面对这么多钱，再出色的年轻人也很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不动心的。另一方面，那孩子也不一定干得长，吉米炒起别人鱿鱼来是有名的快手。你要是为他工作，最好能拿出点成绩来，否则，他炒你时，可别指望什么金色降落伞①。除了一个坏名声，你会两手空空地离去。至于吉米，他认为自己无论是挑股票还是挑人从来不会走眼，如果出现问题，一定是别人的问题。

组合基金也在上演狂热的一幕。不久前查利·芒格就说过，他喜欢“组合基金中的基金”（fund of funds of funds）的概念。他说道：“如果双重收费有自己的好处，那么三重收费就一定更好。”而且，老天，他所说的东西已经出现了。伦敦的一家规模38亿美元的组合基金为了进一步多样化和降低风险，正在创立一个投资于组合基金的“组合基金中的基金”，即将投资于11家组合基金。

还有一个最新进展，那就是银行也进入了组合基金领域，而且为客户提供杠杆。我就知道有个富人想花200万美元购买一只银行基金。

“我告诉您吧，”当时银行的那位私人财产顾问热情地鼓动他，“从记录来看，我们的基金波动性低，每年的回报率达到8%。干吗不再从我们这儿贷款400万呢？这样在付掉利息之后您一年还能赚将近20%。轻轻松松，没有一点儿负担。”

如今，18个月快过去了，市场徘徊不前，大家都在挣扎。那家组合基金几乎没什么收益，而双重管理费加上贷款利息已经把富翁的投资报表烧出一个大窟窿。结果是客户失望，纷纷从组合基金赎回，组合基金也只能跟着从对冲基金那里赎回。

有时，融资杠杆会给你带来大麻烦。设想一下，出于某种原因一家大型组合基金开始亏损，这时止损机制被激活，组合基金不得不指示它投资的那些对冲基金卖出部分多头，买回部分空头。为满足赎回要求而做出的空头平仓会导致人们的不理智举动。每个人都担心着自己的投资组合，结果是更多的损失和更多的赎回接踵而至。于是人心惶惶、谣言满天飞，真正的恐慌开始了，投资组合保险和长期资本管理公司的故事重复上演。虽然1987年的大崩盘不能说是投资组合保险引起的，但至少是被它大大激化了。杠杆是毒药。而且老话说得没错：流动性是个胆小鬼，麻烦刚一露头它就跑得无影无踪。

① 金色降落伞，指离职时的高额安置补偿费，形式通常为解约金、津贴、股票期权等。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不要自己做对冲：利用组合基金是正确选择

很多组合基金并不提供杠杆，但它们为富人提供重要的服务。我的山姆老兄直接投资于对冲基金，把它们作为自己投资组合的核心。如果你也非常富有并且像他那样在行，那么直接投资是非常正确的。问题在于，你得保证在其中投入很多的时间，即便不是全职去做，至少也得把它当成一项严肃的业余工作。我想，你若是想把主要投资放在对冲基金上，就应当至少投资于5家基金，拥有5~10名主要的投资经理，还有5支后备队。在这种情况下，你就得花大量的时间去研究它们，拜访那些经理，甚至于去参加摩根士丹利的某些研讨会。一天听10场介绍可不轻松，自己投资于对冲基金是一项艰苦的工作。你必须得亲自研究你的投资，而不是靠道听途说。你得了解它们的投资过程，如果它们不能或不愿说明，就离它们远点吧。要是他们号称自己发明了某种神秘的计算方法，就更该赶紧和它们说再见。除非你确实能勤奋地完成上面的工作，否则还是选择组合基金，通过组合基金来投资对冲基金为好。优秀的组合基金不在少数，它们的经营者都极为职业化，会勤勉认真地开展大量研究分析工作。虽然这样你要多付一层费用，但对于没那么勤奋聪明的普通投资者来说，组合基金的多样化和专业性会让你觉得它物有所值。

历史显示，**从较长的时间来看，一只管理良好的组合基金在市场景气时至少不会低于标准普尔500指数的涨幅，而在市场下滑时能保护你的投资，且波动性较低。**这样真的就很不错了。在2003年3月之前的5年时间中，市场经历了巨大的起落，标准普尔500指数平均每年下跌3.8%，而表现中等的组合基金回报率是6.3%，表现居前25%的组合基金回报率是9.2%，居前5%的回报率是15.7%。所以说，组合基金是正确的选择——对山姆一类人除外。

艺术品投资：爱作品本身，而非爱一种投资

几星期前，我在一位朋友家吃晚饭。在过去的20年间（自从他在摩根士丹利赚了大钱开始），他一直孜孜不倦地收藏美国西部画家的作品。如今，他家里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

满是雷明顿和韦恩的作品，让朋友们又赞又羡。而且，他还因此赚钱！“我发现这些艺术品的价格每5年就翻一番，”他略带一丝得意地说，“这可比买股票划算。你总不能把股权证书挂在墙上吧，它们真的很丑。美女可不会因为你手上有英特尔的股票而跟你调情。”

我的朋友大概是对的，因为他的那些画在以每年14%的速度升值，当然这也得益于他在挑选作品时的好品位。但是，我们并未算进拥有艺术品的高成本——包括保险、保安、维持藏画环境之类的费用——每年这些费用可能高达艺术品价值的2%。我查过了，在股票熊市期间美国西部画家的作品仍在升值。优秀作品容易出手，流动性非常高，差劲的作品却绝非如此。对此我非常清楚，有一次我想卖掉15年前买下的一位18世纪平庸艺术家的平庸画作，可费了好长时间！但无论如何，我的朋友是对的，**伟大艺术品是一种高级的投资方式，因为它既能提供巨大的投资回报，又能带来审美上的愉悦。**这和拥有一片农场相似，即使你不想每天住在农场里，只要偶尔回到那田园诗般的环境中，看一看牛肥马壮、树木葱茏的景象，也能体会到那种财富之外的精神幸福。

根据艺术品行家理查德·罗世的研究，优质艺术品的长期回报在扣除成本之前约为每年9%~10%。还有证据表明：在艺术品方面也存在50~60年的波浪形康德拉季耶夫周期[①]。过去的几个艺术品市值高峰期分别发生在1770~1780年、1830年前后、20世纪80年代、1929年，然后就是20世纪80年代末到90年代初，也就是因为日本人的狂热购买而价格疯涨的那次。想想就能明白，泡沫能创造财富，富人多了，购买艺术品的人也就多了，艺术品的价格自然跟着飙升。反过来也是一样。从1990年到1994年，以“艺术100指数”衡量的主要市场艺术品价格下跌了52%，另一个关于19~20世纪雕塑品的指数则跳水60%。但不要忘记，在此之前的1983年到1990年，这两个指数一直在大幅攀升，回报之高令人瞠目。即使是在经历下跌之后，1984年到1994年的10年复合回报率仍然达到11.5%，波动性标准差为35.7%。同期，标准普尔500指数的波动性标准差为17%，新兴市场股票为30.6%，美国新兴成长股为18.4%。“艺

① 康德拉季耶夫周期（Kondratieff cycle），为俄国经济学家尼古拉·康德拉季耶夫（Nikolai Kondratieff）最初注意到的一种长经济周期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

术 100 指数”自 1976 年诞生起到 2004 年底的复合增长率为 10.5%，波动性标准差为 27.9%。

这些统计都不够准确，因为拍卖机构和经纪人总是在想方设法制造一种假象：优秀艺术品的价格永远不会下跌。美元疲软也造成了艺术品在美国的升值和在伦敦、巴黎市场的贬值。你要是希望艺术品具有很高的流动性，又想在出手时得到一个好价钱，就可能有点奢求了。在过去的 3 年中，艺术品拍卖的流拍率高达 25%。

当然，和选股一样，投资艺术品的回报主要取决于你选择了哪些艺术品，要看它们能否经得住时间和品位变化的考验。那些以大写字母G标记的杰作级艺术品通常是最佳投资。1921 年，某个家族在巴黎以 200 法郎收购了莱杰的《红衣女人》，他们一直收藏着这幅画，直到 2005 年在佳士得拍卖行以 2 200 万美元卖出。也就是说，在将近一个世纪的时间里，这笔投资的年回报率高达 19%。凡·高的《鸢尾花》作于 1899 年，1947 年被琼·惠特尼·贝松以 8 万美元购得。1987 年大崩盘的几周后，她的儿子以 5 390 万美元的价格将画卖出，等于在 40 年零几个月的时间里持续得到 17.7%的年回报。一幅画在被这家人观赏多年之后又创造出这么大的价值，真是不错了。具有讽刺意味的是，《鸢尾花》的买家身份后来被曝光，也就是澳大利亚的啤酒大亨艾伦·邦德。他在收购时申请了索斯比拍卖行的一系列贷款。他所支付的天价引发了一个艺术品大牛市，索斯比成了主要的受益者。不久之后，邦德的企业帝国崩溃，他无法再继续归还贷款。于是，索斯比又获得了画的所有权，并于稍后以私下成交（价格未透露）的方式将画卖给了盖蒂博物馆。

某一件艺术品是否是好的投资在很大程度上要看潮流，这一点与股票不同。对于股票来说，从长期看还是资产价值、收益、分红这些硬性指标在起作用。艺术品市场的熊市不那么引人注目，但却杀气重重。“Rush 艺术指数”在 1925 年到 1929 年间从 100 点上涨到 165 点，到 1934 年时又跌落到 50 点。在长波段大循环中，还有一些因潮流变化引起的小波段，其中的价格波动更为剧烈。1780 年前后，盖多·雷尼是炙手可热的画家，叶卡捷琳娜女沙皇曾以 3 500 英镑的价格收购他的一幅作品，在那时可是天价。可是，雷尼后来不再时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

髦，1958 年他的一幅画仍然只能卖到 3 500 英镑，此时英镑已经不知贬值了多少倍！ 19 世纪的英国收藏家曾经热衷于艰苦生活画派，那些描绘艰苦环境和苦工的作品一时大受追捧。反映悲惨世界的画作也曾经掀起过热潮，但现在两者都不再时兴了。我朋友的那些画着牛仔和印第安人的西部画家作品是否也会有这样一天？我不这样认为，但也难说。

关于艺术品潮流的一个极端例子是 18 世纪英国肖像画家隆尼、盖恩斯伯勒、雷诺兹等人的作品。他们在世时，为人画一幅祖先肖像画的收费相当于今天的 17.5 万美元。一代人之后，没人再愿意花那么多钱去购买别人那些发胖祖宗的肖像，于是画的价格跌到原来的 10%。20 世纪 20 年代，肖像风俗画一度再次吃香，但在大萧条期间又大幅跌价。2002 年夏天伦敦有一场肖像风俗画大拍卖。盖恩斯伯勒的《蓝色男孩》的成交价是 150 万美元，而 1921 年威斯敏斯特公爵将此画卖给美国中西部的一位商人时，价钱是 14.8 万英镑（相当于今天的 1 000 万美元）。雷诺兹的肖像画在 1929 年之前的价钱相当于现在的 800 万美元，而在 2002 年的拍卖会上却只卖到 30~40 万美元。

詹姆斯 · 杜维恩是有史以来最出色的艺术品交易商之一。这位来路不明却魅力出众、穿着无懈可击的男人取得了巨大成功。他的商业计划简单而大胆。他认为美国富人的艺术品位很差。于是，在“一战”后他收购了大量的祖先肖像画，然后在接下来的 15 年间把它们卖给美国的“新贵”们。这些富翁新建了豪宅，总想挂几幅古老的油画肖像权当自己的祖先充充门面。在杜维恩的全盛时期，他宣称他卖出的任何一幅画永远不可能贬值。有好几年的时间他稳稳地控制了祖先肖像画市场——就像 20 世纪 90 年代早期拍卖行控制艺术品市场一样。

1929 年大崩盘之后的那几年，祖先肖像画的价格平稳。直到 1934 年克里斯蒂拍卖行的一次拍卖上，隆尼的一幅曾于 1928 年以 70 万美元（乘以 11 倍相当于当前价格）成交的作品无人真正竞价，最后只能以 6.5 万美元出手。这一事件引发了肖像画市场的跌价狂潮。到 1940 年时，大多数 18 世纪肖像画的价格都跌到了 20 世纪 20 年代高峰时的 5% 左右。杜维恩的许多富人客户都在股市危机中倾家荡产，其中包括朱尔斯 · 巴鲁克，他最后还欠了画商 440 万美元。1937 年夏天的一个下午，杜维恩从伦敦克莱瑞支酒店走出来，遇到了 3 位美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贵妇，大家闲谈起来。在谈话当中，3 位寡妇才得知自己亡夫的画像藏品几乎已经变得一钱不值。她们气得把杜维恩推到人行道上一通猛踢。S · N · 贝尔曼写了一本《杜维恩》，描写了杜维恩和他的手下伯纳德 · 贝伦森在艺术品交易中的狡猾勾当，既有趣又发人深省。

另一场艺术品惨剧发生在 20 世纪晚期的日本，余震波及全世界。20 世纪 80 年代日本股市飞涨，泡沫膨胀。到 1990 年时，财富的聚积对全世界的艺术品价格产生了影响。日本收藏者总是通过他们的交易商来收购，而且品位特殊。他们喜欢印象派、后印象派，还有 1900 年到 1950 年期间的现代艺术品。有人估计，在 1987 年到 1990 年间，拍卖会上 40%的印象派作品都落入了日本买家之手。日本人的疯狂购买把艺术品价格推上新高。

到 20 世纪 80 年代末，艺术品牛市势头强劲。推动者是拍卖行和画商，他们用文化和鱼子酱把无知的富人们迷倒，把他们变成冤大头。1987 年，一位著名的日本画商真田一贯组织了 18 名年轻而富有的日本企业界骄子和他们的妻子、女友，飞往美国开始了一次学习和购买之旅。一趟旅行下来，他把这些门外汉变成了疯狂的艺术品爱好者。在索斯比的大型秋季拍卖会上，这些人买下了印象派作品的半数以及 10 幅最贵画作中的 5 幅。在艺术品价格达到高峰的 1990 年之前的 4 年间，日本从西方进口了 138 亿美元的艺术品。

到 20 世纪 80 年代晚期，日本银行大力鼓动客户贷款购买艺术品。银行家们称艺术品是绝佳的收藏。日本的企业和商人花了大钱购买画作。安田火灾和海事保险公司买下了凡 · 高的《向日葵》，付出了 3 900 万美元。大昭和纸业公司董事长齐藤良平在 1990 年 5 月 15 日花 1.606 亿美元收购了雷诺阿和凡 · 高的各一幅画，其中雷诺阿那幅 7 810 万美元，凡 · 高的《加歇医生像》8 250 万美元，创下油画交易史上的最高价。

当时，齐藤大言不惭地宣布，他死后两幅画将随他火化。但 10 年后，手头拮据的他又把凡 · 高那幅卖回给佳士得拍卖行，据说只收回原价的 1/8。而雷诺阿的那幅后来不知所终，有人说现在被一家日本银行收藏。另一个纪录由日本房地产投机家鹤卷智德创下，他于 1989 年 11 月 30 日以 5 130 万美元买下一幅毕加索作品。据日本画商最乐观的估计，当年以 50 亿美元购入、现仍保存于日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本各银行手中的画作如今最多能卖14亿美元。

我可以现身说法地告诉你：业余爱好者在进行收藏时，如果未能正确判断未来的流行趋势，一定会损失惨重。20世纪40年代末和50年代初，我父母对多萝西·道蒂的手绘瓷鸟着了迷。这些骨瓷模型均为真鸟大小，非常美丽。由于其精致和稀有，我父亲认定它们将来会成为极具价值的藏品。1957年伊丽莎白二世女王送了一对瓷鸟给艾森豪威尔总统，于是道蒂的作品价格飞涨。我父母收购了若干限量版的瓷鸟，每对的价格在8 000到10 000美元。而当时，一幅优秀的画作价格也不过5万到10万美元。50年后，那些瓷鸟还站在我的壁炉架上，美丽如昔。如果你能找到买主的话，一对还是只能卖到8 000美元。想一想吧，若是它们的升值速度能达到一年8%，现在就该值469 000美元一只了；若是12%，就是2 890 022美元；若是15%，就是10 836 574美元；若是17.7%，或者说与贝松夫人那幅画的升值速度一样，就是34 580 000美元。我父亲精于判断股票趋势，在判断艺术品流行趋势方面却十分失败。

如今，艺术品熊市似乎已经结束，价格再次上扬。但人们的狂热劲头已经不再——至少现在还未恢复。由于金融资产的回报率是如此之低，拥有艺术品造成的收入损失比10年前显得小得多了。而另一方面，有关CEO们贪欲的丑闻也使得美国和欧洲公司不敢再收购艺术品。泡沫破灭了，而艺术品价格正以较正常的速度上涨。

20世纪40年代早期，当纳粹的铁蹄横扫欧洲之时，大量犹太家庭准备逃亡。他们本来都是些富人，但手中的土地、房产还有经营了几代人的生意都突然变得一文不值，因为别人知道他们急于脱手，所以拼命压价。还有，占领区的货币不再值钱，而且没有兑换控制。珠宝（还记得中国将军的故事吧）和艺术品成了唯一比较容易兑现的可携带财产。他们千方百计地向美国偷运艺术品。后来，在这些家庭到达纽约后，艺术品成为他们赖以维生之物。

如今，对冲基金刺猬们也喜欢收购艺术品。有时候只是为了充门面——一种不怎么高明的炫耀。我的看法是，你应当因为喜欢一幅画而购买它，而不是把它当做分散投资的手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十七章
三类投资信条：成长、价值和不可知



正如艺术有不同流派，投资信条也有三大派别：成长、价值和不可知。我所认识的绝大多数投资者都可以被归入其中一类。我自己想成为一名价值投资者，但表现得更像个不可知论者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正如艺术有不同流派，投资信条也有三大派别：成长、价值和不可知。我所认识的绝大多数投资者都可以被归入其中一类。我自己想成为一名价值投资者，但表现得更像个不可知论者。

寻找成长型股票极其困难

信奉成长理念的投资者认为，应该投资于那种赢利和分红稳定增长的公司股票。在他们看来，控制买入成本固然有用，但不如确认股票的成长性来得重要。从定义看，成长型公司指的是那些处于周期性特征不明显的行业中、利润良好、居行业领先地位、拥有优秀管理团队的公司。**理想的投资方法是持有上升行业的股票，直到行业开始衰落，而卖出是因为行业前景发生变化而不是股价上涨。**研究证明，如果你具有绝好的眼光，购买了赢利增长最快的公司的股票，不管它的估值如何，你得到的长期年均回报将超出标准普尔500指数11个百分点。这可不是个小数目！

问题在于，谁都没有绝好的眼光，人们总是对自己挑选成长型公司的能力过于自信和乐观。预先辨别公司的成长性极其困难，正如前几章曾经提到的，基于各种原因，成长型公司很容易丧失其原有的成长性。另外，**当投资者可以清晰地将一只股票认定为成长型股票时，它的成长性多半已经在价格中得到了充分反映，此时，你只是花高价买入了一家好公司的股票而已。**

成长型投资者往往容易爱上那些曾经给他们带来不菲回报的股票。请记住，这是在投资股票，不是谈恋爱，价格涨上去了就要抛掉。你可以去爱一个人、爱一个小孩、爱一条狗，但不要迷恋一只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管早在19世纪伦敦的商人银行[①]、苏格兰的信托公司以及瑞士的私人银行就在进行成长型投资，但现代的成长型投资理论是到20世纪30年代才由托马斯·罗·普莱斯[②]提出的。那时，大萧条的阴影正笼罩着美国。普莱斯首先关注的是股票分红的增长，“二战”后，他进一步拓展了关于成长性的定义，并在投资中不断加以实践和推广。普莱斯先生晚年的性格十分极端，每次我见到他，他总是对非成长型投资者嗤之以鼻：“为什么在有好公司可以选择的时候，有人仅仅为了图便宜就去买一个平庸公司的股票？”普莱斯这样来定义成长型股票：“所谓成长，就是一个赢利已经保持长期增长的企业，在每一轮商业周期顶部，其每股赢利不断创下新高，而且有迹象表明，在每一个商业周期中均保持着超越生活水准上涨水平的增长速度。”

另一个非常成功的成长型股票投资者是先锋资本的鲍勃·巴克，他对成长性的表述略有不同：“在我们公司，我们致力于寻找那些为数不多的、在很长一段时期内每股收益快速增长的公司。我们的组合全部投资在这样的股票上，对不属于这种类型的公司我们不会关注。我们为此节约了大量的时间。”另一位睿智的投资家温思罗普·诺尔顿将成长型股票比做巨大的摇钱树，他的话大意是：**好公司就像一棵大树，种子是多年前种下的，后来生根发芽、茁壮成长、新枝繁茂。树不可能长到天堂，但摇钱树将把你带进天堂。**

价值投资者喜欢差公司

与成长型投资者相反，价值投资者喜欢投资便宜股票，便宜不仅体现在相对价格上，也体现在绝对价格上。他们认为，大多数投资者都容易犯错，经常会对一家公司的基本面作出错误判断。通过以低廉的价格买入，价值投资者给自己的投资创造了一个安全边界。**真正的价值投资者不会对差公司失去兴趣，极端价值投资者有时甚至认为“越‘差’的就是越美的”。他们喜欢三“低”公**

① 英国一般称投资银行为商人银行。——译者注

② 托马斯·罗·普莱斯（Thomas Rowe Price）本人是一名化学家，同时也是一位积极的投资者。他所创办的普信基金公司（T. Rowe Price）至今仍活跃于投资管理界。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司——低持有、低关注、低估值。当然，他们也希望能以低价买到管理好、经营好的公司，但这样的机会少之又少。于是，他们投资于那些市值低于重置成本的公司、目前赢利低于其潜在赢利能力的公司，以及那些从传统估值角度来看股价被低估的公司。

价值投资者绝对不会爱上他们的股票。当他们持有的差公司股价上涨超过其内在价值时，他们会毫不犹豫地抛掉，再寻找下一只便宜股票。成长型投资者组合中都是些令人景仰的、拥有特许经营权和专利权的优秀公司，而价值投资者组合中都是些赢利不佳、负面报道频频的差公司。就定义而言，价值型股票是指那些因一般投资者的悲观态度而使股价没能很好反映出资产和赢利能力的股票。这些公司经常有一些坏消息，而喜欢推断的投资者们总认为它们还会继续有坏消息。

本杰明 · 格雷厄姆是价值型投资的教父，巴菲特对其推崇备至。巴菲特将格雷厄姆提出的内在价值定义进一步拓展到品牌和特许经营权等无形资产范畴。伯克希尔–哈撒韦公司的巨大规模注定巴菲特必然成为一名买入持有型的价值投资者。巴菲特喜欢产品为他熟知、现金流量充沛的公司，因为技术股不符合这样的要求，他从来不购买技术股。**格雷厄姆建议投资那些具有安全边界的公司，在他看来，安全边界指的是公司资产的清算价值（其他同业愿意支付的资产购买价格）高于股票成本的那部分差额。**格雷厄姆在其经典著作《证券分析》的扉页上引用了贺拉斯《诗艺》中的一句："该典藏的正在坠落，该坠落的正绽放着荣光。"

不可知论者：这也会过时的

不可知论者对成长型和价值型投资均不认同。他们认为，投资中的一切都是短暂的，"这也会过时的"是他们的口头禅。他们认为，投资信条经常会在关键时刻失灵。**当成长型股票相对便宜、整个经济环境良好的时候，他们会投资成长型股票。当价值型股票价格低廉而成长型股票价格高昂时，他们会选择价值型股票。有时，他们两者都做。他们认为，聪明的投资者会在价值型和成长**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

型之间灵活切换。而成长型和价值型投资者认为，不停改变策略注定将成为输家。

我是一个不可知论者，但因为大多数情况下价值投资比成长型投资收益高，我更偏向于价值投资。

成长与价值：谁的表现更好？

从历史数据来看，成长型投资与价值型投资的表现差异明显，价值型投资的表现优于成长型投资，在小盘股方面尤为突出。权威机构如伊博森、权威人士如法玛及弗伦奇[①]都曾经构建过成长型股票和价值型股票指数，并计算了它们的表现。根据伊博森的研究，1927 年以来，大盘价值型股票年化收益率为 11.5%，小盘价值型股票为 14.8%。与此同时，大盘成长型投资的年化收益率为 9.2%，小盘成长型为 9.6%。如果按 75 年的复利计算，那差距就更明显了。在 1927 年，如果投资 1 美元在小盘价值型股票上，则今天收获 35 957 美元，而投资在大盘价值型、小盘成长型、大盘成长型股票上，则收获分别为 4 802 美元、1 089 美元、820 美元。小盘价值股与其他几种股票之间的差异令人惊讶，75 年间，它的收益几乎是大盘价值股的 8 倍、大盘成长股的 40 多倍。这样的数据一定让格雷厄姆开怀大笑！按 10 年的区间划分，只是在 20 世纪 30 年代和 90 年代，大盘成长股的表现才超越大盘价值股。不过，在有些年份中，我们也会看到另一种令人惊讶的差异，例如在 1998 年，大盘成长股回报率为 33.1%，而大盘价值股仅有 12.1%。

如果只能在上述 4 种股票中选择一种，小盘价值股应该最为适合美国个人退休账户和长期指数型投资者。很显然，股票是高回报的资产类别，而小盘股最具潜力。不幸的是，在 2005 年年中这样一个特定时点，小盘股，无论是价值型的还是成长型的，与大盘股之间的价值比率都处于历史上的最高阶段。在过

---

① 尤金 · F · 法玛（Eugene F. Fama），芝加哥大学商学院金融学教授；肯尼思 · R · 弗伦奇（Kenneth R. French），达特茅斯大学塔克商学院金融学教授，两人在股票收益和经济周期波动关系研究方面作出了重要贡献，曾获诺贝尔经济学奖提名。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

去的6年中，小盘股比大盘股表现要好得多，小盘价值股也远远超越了小盘成长股。现在，大盘股相对于小盘股更具吸引力，而大盘成长股相对于大盘价值股又被低估了。鲁德公司“大盘成长指数”90家公司的平均市盈率为20.5倍，“大盘价值指数”的平均市盈率为11.9倍，两者之比为1.68，而历史上此项比例的平均值为2.5。

我认为，对个人退休账户而言，先锋公司的指数基金最值得关注。不错，如果能选对一只共同基金，你将获得阿尔法[①]和超额业绩，但要选准这样的基金，你得绞尽脑汁地对付高费率、业绩波动、经理人变动等等问题。在小盘价值股变得便宜些的时候，先锋公司的小盘价值指数基金值得选择。该基金基于摩根士丹利资本国际（MSCI）指数进行股票选择，遴选标准包括市净率、分红收益、每股赢利、销售增长、长期赢利增长速度等8项与价值和成长有关的指标。摩根士丹利资本国际将市值总规模排名在751~2 500之间的公司定义为小盘股，根据每只股票在上述8项指标上的综合评分，电脑自动将其划入摩根士丹利资本国际小盘价值指数和摩根士丹利资本国际小盘成长指数。或许这不是最理想的办法，但它抓住了事情的本质。另一个问题同样重要，指数基金的管理费率低得多，没有销售费用，每年的总成本在18~27个基点（具体取决于持有股票的种类），而主动管理型基金的管理费率在80~150基点之间，还不包括销售费用。

成长型基金的管理者认为，先锋和伊博森的指数过于简单，他们宣称自己具有特别技能，可以筛选出持续增长的股票，淘汰那些不理想的公司。他们有时相信自己很有先见之明，在他们眼中，价值投资接近于捡垃圾。他们认为，前面那些数量化的指数并不能说明任何问题，真正的对比应该是成长型基金经理与价值型基金经理之间的业绩比较。他们同时指出，对于要纳税的投资者来说，因为价值型投资者在股价上涨后会选择卖出，而成长型投资者可以一直抱着一棵摇钱树很多年，价值型组合的周转率和税收均要明显高出成长型组合。

讲一个关于这方面差异的例子。20世纪70年代初，我父亲担心自己的健康状况、通货膨胀，还有我母亲未来的生活，他认为我母亲会比他多活很多年。父

① 阿尔法（α）是衡量基金获得超额业绩能力的主要指标。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亲不喜欢债券，他经常说“买债券的辛苦捉小鱼，买股票的天天吃好鱼”。父亲为母亲选择了一个成长型（和周期性成长型）的股票组合，其中包括菲莫烟草、卡特彼勒、埃克森、可口可乐、美国国际集团、花旗、惠普、伯克希尔–哈撒韦、通用电气、默克、辉瑞等，全都是那种踏实得让人可以安心入睡的股票。母亲两年前以95岁高龄去世时，其中很多股票一年的分红就比当初的股价还要高。

母亲的股票组合在32年间的年化收益率为17%，她获得的分红也基本保持着这样的增速。我估算，母亲收入流的购买力每年大概以12%的速度增长。母亲唯一需付的税是股票分红税。年岁渐高以后，卖出股票对她而言已没有意义，不管这些股票是否被高估，她坚持持有，否则就要支付高额的资本利得税，子孙们还得支付55%的遗产税。当然，这一切建立在一个基础上：必须选准并持有那些能经受住时间考验的成长型公司。这可不是件容易事。我弟弟和我一直关注着母亲的股票组合，当其中一些公司变得糟糕时，我们会将它们剔除出去。

弟弟和我是幸运的，我们有专业背景的支持。我认为，对业余投资者而言，自己挑选个股是非常危险的。正如前面所说的，历史数据表明，大多数成长股的成长性极为短暂，而一旦转势，它可能将前几年带给你的利润全部抹去。共同基金的管理费很高，基金经理也不稳定，要碰到一个比尔·米勒①简直比登天还难。那该怎么办？正如我前面指出的，一个可行的选择是持有一种指数基金，它有各种风格和不同规模，费率也很低，这样你至少能获得指数的收益。迄今为止，管理指数型基金规模最大的两家公司是先锋和富达。

成长型投资因其买入持有策略而更具税收优势。不过，无须纳税的投资者可以忽略这点。事实上，价值型投资经理的表现仍然普遍强于成长型投资经理。表17–1是纽约研究机构伯恩斯坦根据6家机构管理的成长型基金与价值型基金的真实业绩编制的指数，指数计入了股票选择能力因素。1998~2001年间，指数在两种风格的投资间令人诧异的波动，坚定了我做一个不可知论投资者的决心。另一个必须指出的有趣事实是：即便是在成长性泡沫最盛的年代，也只是在1998年和1999年，成长型投资才超越了价值投资。

---

① 比尔·米勒（Bill Miller）是美国雷格梅森（Legg Mason）共同基金的管理人，也是唯一一位连续15年超越市场回报率的共同基金管理人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 17-1 成长型投资经理与价值型投资经理的收益率

	大盘股		
	价值型投资经理	成长型投资经理	差距（成长型比价值型）
1969	-12.1%	-7.2%	4.9%
1970	4.0	-7.4	-11.4
1971	13.9	23.3	9.4
1972	11.0	20.1	9.1
1973	-9.3	-19.2	-9.9
1974	-16.1	-29.8	-13.7
1975	43.8	36.0	-7.8
1976	38.2	21.3	-16.9
1977	1.5	-0.9	-2.4
1978	9.3	10.7	1.4
1979	22.8	24.2	1.4
1980	26.4	38.2	11.8
1981	5.3	-1.3	-6.6
1982	25.0	26.4	1.4
1983	24.6	19.4	-5.1
1984	7.5	1.9	-5.6
1985	31.6	27.4	-4.2
1986	18.9	18.3	-0.6
1987	3.2	6.5	3.3
1988	19.6	12.9	-6.7
1989	25.6	33.1	7.5
1990	-4.3	-0.4	4.0
1991	30.0	39.4	9.5
1992	11.0	7.0	-4.0
1993	14.3	9.0	-5.3
1994	0.6	-0.8	-1.4
1995	34.4	33.5	-0.9
1996	22.4	22.3	-0.1
1997	28.9	30.5	1.5
1998	12.9	32.2	19.3
1999	7.4	33.4	26.0
2000	9.7	-9.3	-19.0
2001	-3.8	-20.2	-16.4
2002	-18.0	-27.3	-9.3
2003	28.6	29.6	1.0
2004	12.5	9.4	-3.1
Q1:05	-0.9	-3.6	-2.7
	按年代划分的业绩表现		
1969~1979	8.2%	4.5%	-3.7%
1969~2004	12.3%	10.5%	-1.8%
1980~2004	14.2%	13.3%	-0.9%

资料来源：Sanford C. Bernstein，Inc. Strategic and Quantitative Research Group

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第十八章 大有大的难处

这个行业中，为数不多的能够创造超常回报的企业要么是小型管理公司，要么就是对冲基金或投资合伙公司，它们才是真正的投资企业。大型投资管理公司的结构性缺陷太多，根本不可能持续创造高回报。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今天我和赫伯吃了午饭。赫伯在一家大型投资管理公司工作，如今这家公司属于一家大型金融集团。他在摩根士丹利投资管理部工作了多年，我们交情甚好。赫伯既不是吊灯上最亮的那只灯泡，也不是投资狂人。他是个很好的家庭型男人，周末从不带许多文件回家。在管理 40 亿美元的美国股票组合时（部分属于机构投资者，部分为对冲基金），他的业绩总是不离基准上下 50 个基点的范围。去年他得到了 120 万美元的报酬，部分是股票，可以在两年中分批拿到。

机构臃肿与官僚主义

赫伯想跟我聊聊。他对他所在的这一类公司的前途深感不安——既忧心它们的财务状况，又担心它们的竞争力。他感觉大公司的利润正被臃肿的机构所吞噬。这样的架构搭建于公司的辉煌年月，并随着惯性和越来越严格的政策监管要求而继续膨胀。公司的管理者已经不是创业的老一代，他们是商人和官僚主义者。因为过去的问题——无论那些问题是真实存在还是凭空想象的——他们都感到紧张，害怕触犯法规，于是不断增设新的部门来管理投票代理权、检查是否符合规范、监管交易。

与此同时，投资管理费在压力下日渐降低，公司利润不可避免地下滑。随着熊市带来的管理资产缩水，利润率降低已经影响到了投资经理们的收入水平，而新设的那些管理职位上的人员也要从投资经理们的收入池中分一杯羹。不久之后，可能法律就会规定向客户公布投资经理的收入，那一定又会引起一场混乱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赫伯担心大型资产管理公司正一步步走向衰败而无法回头。投资顾问们告诉大型机构，通过大型资产管理公司得不偿失。投资经理们一旦表现出色，不久就会挂冠而去，加入某家对冲基金；而如果他们表现差劲，留下来也于事无补。投资经理的高流失率也使得公司难以维持和投资顾问们的友好关系。如今，这些顾问们建议客户通过投资者自有的小型管理机构或对冲基金来投资。

赫伯对这一切情况了然于胸，他担心自己的收入也会降低。然而，他也还不想冒险辞职去加入那些小型机构或弱肉强食的对冲基金。你也许会说，你一点也不同情赫伯，因为和其他经济行业的人士们相比，他的收入仍然高得过分，你是对的。不过，投资管理行业收入水平的降低似乎已是注定的结局。可不知怎么的，赫伯对我大声嚷嚷起来，好像这一切都是我的错。他这样抱怨着：

“高管、合规、代理、产品开发、人力资源，一层又一层，我们的利润都要被吸干了。我们甚至还专门有一个公关团队和一个公司史作者。人力资源部不停地组织各种联谊晚餐，设计新的评估表，为秘书们开生日派对。我们还弄出一个大学、组织了一个文化委员会。他们要求我加入委员会。管理层谈论的是生产利润，就好像我们是个工业企业。我们有成群的市场专员，大多数人除了热门的产品什么也卖不出去。投资管理得靠业绩说话。拿不出漂亮的数字，全世界的推销员也帮不了你。如今经营公司的不是投资者，而是一些商人。”

也许大型投资管理公司的致命问题就是：尽管它们同样公布业绩，但经营公司的商人们却不懂得或不想懂得如何创造出适当的环境、为客户创造持续的高回报。他们想的只是增加企业管理的资产，以便收取管理费。在这个行业中，为数不多的能够创造超常回报的企业要么是小型管理公司，要么就是对冲基金或投资合伙公司，它们才是真正的投资企业。大型投资管理公司的结构性缺陷太多，根本不可能持续创造高回报。

这一切并非理所当然。大型投资管理公司是可以成功的，但首先得让具备投资经验、懂得投资的人来管理。管理层必须懂得珍视他们的投资人，保护投资人的利益不受侵犯。他们应当懂得业绩第一的道理，业绩上去了，资产自然会扩大。就连共同基金都有可能做到这点。资本研究和管理公司（Capital Research）就是个很好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在整个投资管理行业中，由于专注于投资的小企业数量相对较少，它们完全有可能击败大型投资管理公司，取得优异的投资业绩，使他们的客户在支付交易成本和管理费后仍能获得可观的收益。管理费应当已经足够让优秀的小企业过上好日子，并激励他们控制管理资产的规模，吸纳优秀人才，与富有和忠诚的投资人建立稳固互利的关系。

伟人总是特立独行

有才华的投资专家总是面临许多诱惑。比如，20 世纪 80 年代中期，我聘请了一位绝对聪明、漂亮的英国人（我叫他迈克），来替摩根士丹利开发一种伦敦发行的国际资本产品。他招募了优秀的年轻团队，打造出一项重要的高利润、高成长业务。可是，他不想被摩根士丹利这种巨兽般的大型全球投行吞到肚子里，对这一点他非常明确地表了态。虽然他承认摩根士丹利的名声和关系都是宝贵的资源，但他还是认为保持距离对自己更有利。他想远离摩根士丹利伦敦分公司那些官僚主义的经理，希望在公司外面拥有一个办公场所。他不愿意和伦敦分公司其他部门的负责人一起参加每周的运营委员会会议，以免分散精力。除了尽量提高自己的投资业绩，他对什么都不感兴趣。

1991 年，我们 5 个摩根士丹利执委会成员开始对公司扩大后越来越严重的部门冲突而担忧。为促进合作，我们发起了一项“团结一心”的倡议。我们决定，以后每年年底在确定奖金金额之后，执委会还会再颁发 50 万美元的一次性特别奖金给为“团结一心”文化作出特殊贡献的董事总经理们，也会对破坏这一文化的人课以同样数额的罚款。获奖者和受罚者的人选由各经营单位来提名。结果，这一计划非常成功地促进了部门之间的合作。“胡萝卜加大棒”发挥了效用，各种争斗虽然没有完全销声匿迹，但至少是大大减少了。

计划实施的第一年，迈克上了伦敦分公司提交的黑名单，他被指为非常消极与不合作。公司的其他投资银行家、销售员或分析师想要见他，一律遭到拒绝。迈克明确表示，他要和公司的其他部分保持隔绝。在决定奖惩结果的执委会会议上，我大声为迈克辩护。我认为他的想法有道理，况且他正在为我们打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

造一项能赚很多钱的大生意，如果打击这样的人真是大错特错。他生性骄傲，也许会因此不干了。我们的文化应该能够容纳富有才华但特立独行的人。最后我胜利了，但另外四个人对迈克的态度仍然很不满。

1 月份，我告诉迈克他必须改变做法，或至少表面上随和一点，不然下次就要受罚了。我费了很大力气来推动他融入公司，甚至包括带他参加公司管理层的“董事长杯”高尔夫球赛，但收效甚微。到年底，他再次被要求罚款，不过提出罚款的是另外一个部门。伦敦分公司德高望重的负责人某某爵士说，他是“害群之马”。我指出，迈克的投资业绩非常出众，他的业务在迅速成长，而且他也深得下属的喜爱和尊敬。另外 4 个人说，好吧，那多给他发些钱，但他也必须为这种敌意行为付出代价。我的求情再也没人去听。于是，我们给迈克定下了相当高的奖金，但也罚了他的款。我告诉迈克这一决定时，他当场辞了职。

没过多久，迈克就办起了自己的公司。他坚守价值投资理念，收益高得惊人。如今，他管理的资产已经将近 120 亿美元！管理费是 1%，资金被分配给 4 个独立的团队来操作，后台工作则外包给了其他公司。据我所知，他手下有大约 15 个投资经理和几名客服人员，这就够了。你自己来算算吧，他的公司利润会有多高！前一阵我刚和迈克在伦敦吃过饭，他看起来非常开心。

最后，我们总算是克服了迈克离去造成的困难。迈克的一名年轻出色的副手在他离去后被提升，终于把那项业务继续发扬光大。如今，摩根士丹利的投资回报在大型投资公司里处于一流，可称是资产管理行业王冠上的明珠。回头想想，迈克是那样一种人，而摩根士丹利又是这样一家大公司，他的离去似乎是在所难免的。

大型投资管理公司热衷的任何做法都极有可能引发恶性循环。无论投资还是择业，关键的一点便是进入良性发展的轨道，避免陷入恶性循环。在大型投资管理公司中，官僚主义作风盛行，利润缩水造成员工收入下降，结果便是最优秀的投资经理转投小型投资公司或对冲基金。在那里，他们可以更加专心致志地工作，发挥的空间也更大。而大型投资管理公司若是不能留住人才，其管理的资产自然会逐步流失。随着时间的推移，这些巨人终将变成行将灭绝的恐龙，留下的只是庸才与夸夸其谈之辈。而且，用不了多久，它们的机构业务也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将面临费用缩水的压力。

在大型投资管理公司工作意味着你必须加入一场向上爬的战斗。经营这些公司的是律师和商人，而不是投资专业人士。这些人的经营方法无异于杀鸡取卵。由投资专业人士管理的公司，如富达和资本监管信托公司则属特例。这两家公司还具有另一个共同优势：它们都不是上市公司。对于上市公司的管理层来说，短期利润是经营时必须考虑的因素，这也就意味着他们总是把最热门的产品卖给客户，对其他产品则不愿推荐。从长期来说，这样经营公司是完全错误的。我担心，开设了投行业务的投资管理公司可能压力更大，因为它们面临着明显的利益冲突，这可不是好事。除了迈克那件事，我在摩根士丹利投资管理公司担任主席的30年间，还从未和别人发生过大冲突。我感到，大公司要想获得成功和赢利也不是不可能的，关键是管理层必须具备远见卓识，而这一点往往很难。

耐心是一种投资智慧——奉行起来真难

波士顿GMO投资公司的杰里米·格兰瑟姆为管理者树立了另一个楷模。这个价值投资至上、脾气有些乖张暴躁的家伙也被公认为一名严肃的思想者。他孜孜不倦地观察着外界的投资动向，寻找着真理，并且用心思考，可以不去在乎全世界的人怎么想。他绝非泛泛之辈，浑身散发出一种“坚毅的魅力”——不知你明不明白。

1995年，威瑞森基金向摩根士丹利、GMO和另外3家公司各委托了10亿美元。各家公司拿到的固定管理费都很低，但若是能跑赢威瑞森基金设定的基准，则可以拿到相当高的奖金。整个计划是约翰·卡洛和布里特·哈里斯的巧妙构想。我还记得，在1997年前后，杰里米·格兰瑟姆开始看淡整体股市，尤其是科技股。结果，他的业绩比起基准和我们这几家公司来都很差。事实上，到2000年春天，GMO公司的业绩在5家公司中垫底，比我们低500个基点，我们则是当时的第一名。

在接下来3年的熊市里，我们的业绩相对于基准还勉强过得去。格兰瑟姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则对自己的思路坚定不移，在那段时期大大提高债券的比重，减少股票的仓位，结果业绩明显改观。当我们原地踏步时，他赶超了我们。仅仅用两年，他就追回了4年的差距，真是不可思议！当然，这一切还要归功于布里特·哈里斯的良好声誉以及威瑞森基金首席执行官对格兰瑟姆始终如一的信任。

但这还不是故事的全部。到20世纪90年代末，GMO公司经受了严峻考验。许多因为害怕错失牛市良机而心急如焚的客户关闭了账户，几名看多的合伙人则离去创办自己的公司，结果，公司管理的资产下降了差不多40%。公司出现亏损，人们讥笑杰里米死抱着看空观点顽固不化，如同刻舟求剑。杰里米却不为所动。他继续向优秀的投资经理支付高薪、花钱改善客户服务，同时开辟新的投资战线，例如林场和对冲基金。在亏损期间，公司的员工甚至增长了50%。做到这一点可不容易。

终于，股市泡沫破灭，GMO公司苦尽甘来。在其后的熊市期间，他们的业绩分外出色。2003年股市开始重振时他们也依然表现良好，在新兴市场方面尤为成功。2003年，他们的新兴市场基金增值了70%，高于同期上涨的MSCI新兴市场指数51.5%。大量资金涌入公司。到2003年年底，公司管理的资产增长到低点时的3倍，达到600亿美元，其中仅新兴市场基金的规模就达到100亿美元，为公司带来了丰厚的管理费收入。杰里米又有什么行动呢？因为感觉当时只是长期熊市的一个短暂反弹，尤其是新兴市场股票上涨得太高太快，杰里米决定，从2003年9月开始，基金对新投资者关闭。

2005年夏天，格兰瑟姆形容自己的任务是“在长熊中寻找成功”，他对“回归平均值”的基本投资理念坚信不疑。他说市场的无效性超出我们的想象，投资者应当学会等大鱼上钩。除非股价已极度偏离合理水平，否则不要拿过多的资金去冒险。耐心是一种投资智慧，但他也承认，保持耐心真的很难，因为股价回归到平均值可能需要很长时间。这些经验之谈我们都常常挂在嘴边，但奉行起来非常困难。杰里米则不仅是说，也严格地去做。

现在（2005年年中），他仍对大多数的资产类别存有怀疑。投资者的期望值依然过高，股票价格也仍旧较高，很多股票仍有大跌的可能，尤其是美国股票。在未来，它们的回报必将回归到平衡均值。假如上述现象在未来7年内出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现，那么各种资产类别的利润都将微乎其微。格兰瑟姆通过计算得出的结论是：美国大盘股的实际复合年回报率将只有-1%左右。国库券的情况也好不了多少，但国际股票和新兴市场债券的回报率将达到每年2.5%~2.7%。最佳资产类别将是新兴市场股票和林场，林场的回报率将达到6%，别忘了这是实际回报，没有管理费和通胀因素。尽管杰里米的观点倾向悲观，但自2003年春天证券市场反弹以来，他的业绩仍然非常不错。

杰里米认为，现在长期投资者有几件大事可以尝试，都是什么呢？首先，把资金从美国股市中撤出，转移到国际股市。然后，增持波动性低的优质股票，减持波动性高、投机色彩较浓的小型股票。此外，他还特别建议投资者转向保守型的对冲基金、林场、商品期货以及保守型固定收益产品。

杰里米66岁了，身体还很硬朗。他坚持不懈地保护着公司的独立性，以免它的经营权落入商人手中。他告诉《机构投资者》杂志，“如果公司易手，而新的主人期待的是快速回报，那么站在管理者的立场，亏损时就不可能像我们现在这样做。同样，关闭热门基金这样的事也将很难实现。我深信，保持独立是最符合公司和客户的利益的。”瞧，这就是正直！

我在想，一家投资管理公司要想真正变成伟大的企业，恐怕需要按照柏拉图学院的模式来设计。柏拉图努力在他的学院里创造出启迪性的氛围，好让聪明的年轻人接受从政的训练，成为希腊未来的领导人。他认为：如果不同学科的优秀学者（历史学家、艺术家、数学家、哲学家）能在一起切磋交流、相互启迪，大家的思维过程就会同时得到促进，从而形成更加睿智的见解。众人智慧一定高于个人智慧的简单相加。

阿尔法投资是一场零和游戏

我还记得2004年初和琼的一场谈话。琼是我的另一位老朋友，在一家大型投资管理公司工作，负责替大型养老基金管理巨大的欧澳远东（简称EAFE）投资组合。她的客户账户规模均在5亿~10亿美元之间，管理费是30~40个基点。琼采取宏观投资的策略，换句话说，也就是从国家和行业开始自上而下地选股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

她是个经验老到的投资家，她的国际投资组合业绩良好，客户们也了解她、尊重她，他们都是些善良聪明的人。然而，不论是这些人还是他们的顾问，似乎重视的都只是当前业绩相对于基准的表现。

对于为大型基金服务的净空基金经理来说，绝对收益并不是他们需要关心的。投资人认为，基金经理的任务是确定资产配置方案，即在股票、债券、房地产、私募股权等方面各配置多少资金。在同一个资产类别之内，比如说股票方面，他们则决定多少应当投在美国股市，多少投在国际股市，多少投在新兴市场，以及所有的资产子类别。每个资产类别都有各自的基准。然后，投资人再聘请投资管理公司来操作投资，以便在各个类别之内创造出超额利润。如果投资管理公司做不到的话，就会被解雇。机构投资者们追逐的是超额利润，也就是可爱的阿尔法。这一点可以理解，但结果可能是负面的。由于投资人过于重视短期内投资收益相对于基准的表现，投资经理们的长远计划很容易被打乱。其实，真正重要的是如何在牛市期间让资产增值，以及如何在熊市期间保护投资免受损失。换句话说，重要的是绝对收益，而不是相对收益。

从这个角度来看，专业的阿尔法投资不是一场多赢的比赛，而是一场零和游戏，因为每有一个赢家就会有一个输家。其实，专业投资比零和游戏还不如。零和游戏就像NFL[①]一样，每个星期天赢家和输家的数目都正好相等。而专业投资因为交易和管理费用的关系，根本就是一场负和游戏。但由于投资组合经理的收入非常丰厚，这场游戏吸引了最聪明、最努力的优秀人才。虽然也有不称职者混迹其间，但数目很少，这类人总是会被自然淘汰，因为获取超额收益实在是一项艰苦、困难的工作。

据我所知，在过去的三五年中，琼的投资组合每年收益比欧澳远东基准高300个基点，在所有EAFE经理的业绩中居于前1/4。不过，2004年春天那次我和她聊天时，她不断为最近的业绩叹着气，发愁下次开会时该如何跟客户解释。

“3月31日结束的财年你表现怎么样？”我问。

“增长51%。”她告诉我。

---

① NFL是美国橄榄球联赛。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“这难道还不好吗?! ”我说道，“标准普尔 500 指数只涨了 32%。”

“在我们这儿可不行，”她高声说，“我的基准EAFE指数上涨了 56%，也就是说我比基准低 500 个基点。你的表现得和基准比较才做数。有两家大客户已经把我列入‘留用观察’名单了，一段时间以来我在他们的账户上表现都不好。”

“不过，在过去的三五年里，不论是比起基准还是其他经理，你的表现都算是好的。难道说仅仅一年落后于基准他们就来为难你了？”

“谁说不是呢！到现在为止还没人解雇我，不过我现在算是在试用期，我急死了，我们的公司也急死了，我担心他们今年会炒掉我。”

太可笑了！这样的业绩监控体系实在是草菅人命！恰恰是在 2003 年 3 月 31 日之前的两周，全球股票市场触底后开始巨幅反弹。此外，接下来的 12 个月中，有一大半时间美元大幅贬值，而国际货币汇率飞涨，日元和欧元的升值给 EAFE 市场的回报加了码。以本地货币衡量，EAFE 指数的涨幅是 36%，而汇率因素将其又抬高了 20 个百分点。要想捕捉到那 20% 的升势，一个 EAFE 投资组合就必须 100% 投资在股票中，因为 EAFE 组合是不允许持有外币现金的。

还有一个关键的问题，在连续 3 年的大熊市之后，2003 年 4 月时，如果手里没有持有点现金就显得太不谨慎了。那时，每个人都已经陷入绝望，认为世界末日就要到来，通缩近在眼前。可是，市场风向一转，股票和外汇大幅上涨，持有现金就大大吃亏了。要知道，在波动的大牛市之中跑赢指数可并不容易。

我思考着这一问题，在我看来，衡量“相对”业绩表现应当看业绩和基准相差了多大比例。也就是说，如果指数上涨 10% 而投资组合上涨 5%，即收益低了 500 个基点，这可是大事！因为业绩比基准低了 50%（收益少 5% 相当于 10% 的一半）。但如果指数上涨 56% 而投资组合上涨 51%，业绩则只比基准低了 9% 多一点（收益少 5% 相当于 56% 的 9%），这就不算多么严重。此外，前面三五年的长期表现才真正说明问题。

琼在为上了客户的观察名单担心，业绩令她苦恼不已。客户要求超额收益的压力确实让她喘不过气来，而我也怕她在投资时会过于急切。事情总是这样，越是着急得到的东西越是得不到。这就和体育比赛一样，总是自信的选手能赢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者总是在没有思想包袱和心无旁骛时表现得最优秀。

关于这个问题，我又想了更多。以基准衡量业绩与只注重短期结果是投资的两大毒药。沃伦·巴菲特是这个时代的投资偶像，可以与凯恩斯爵士、本·格雷厄姆一起进入投资名人堂。但在人们心目中，他也是一个普普通通的美国老百姓，在这个贪婪、暴富、喜欢炫耀的时代，他还住在原来的镇上那栋老房子里。虽然他出门旅行时乘私人飞机，但人们并不因此觉得他有失简朴。就像他自己所说的那样："我原来认为拥有私人飞机是不可饶恕的，现在觉得是不可缺少的。"

巴菲特曾经说过，想要当一位优秀的投资者，不妨想象自己是一场棒球赛中的击球手，但无须被迫击球。他们可能向你投过来 45 块钱的通用电气，你不一定要挥棒；他们也可能向你投过来 28 块钱的微软，你还是不一定挥棒。他们不停地投，而你就耐心地等着，不想挥棒的时候就不用勉强。这样，总是你占主动。你可能 6 个月没有挥棒，最后，当你等到自己想要的好球时，你就一棒把它打得不见踪影。你一定得耐心！

巴菲特这样的私人投资者也许可以说这样的话，但我们这些替别人理财的人就无法如此奢侈、让球一次又一次地飞过了。我们必须得击球。裁判就是投资顾问和客户，他们可没那么耐心，他们要求我们击球，而且几乎是每天都在考察我们挥棒的成绩。运营一只基金时，压力就在于又要取得好的绝对回报，又要随时保证水位不下降。水位下降就是资产净值的下滑。在部分投资人的压力下，如今我们每月公布两次资产净值。但至少我们无须为跑赢某种指数而担心，虽说我们也经常和标准普尔 500 指数比较。可是，可怜的琼就要面对双重的压力了。客户一方面要求她的长期业绩超出 EAFE 基准，一方面也关心她的短期表现。这两种要求都不利于投资经理作出优秀的长期投资决策，也没有多大意义。

那么，造成这种怪圈是谁的错呢？我觉得客户、投资顾问还有我们这些基金经理都有责任。客户想要的是业绩，无论他们是个人、一家公司，还是一个基金会。于是，他们向投资组合经理施加压力，督促他们提高业绩。同时，首席执行官们又总是抱怨公司运营得不好是因为那些持有他们股票的投资经理们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太注重季度业绩。投资经理们一边抱怨客户太没有长远眼光，一边不停地进行短期交易。投资顾问们火上浇油，经理们被解雇了他们就有更多研究题目可做。每个人都在埋怨别人，但实际上，这是一个恶性循环。

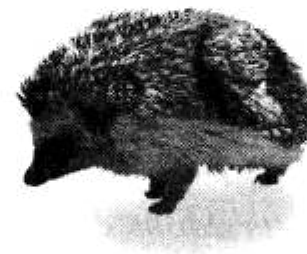
少数目光长远的投资人则知道应该寻找真正优秀的投资经理，让他们长期为自己服务。这些人应该怎么做呢？首先，别施加太多压力；其次，找投资经理时要找那些有经验、思维方式与私人投资者相近的；第三，找一家财务状况健康的投资管理公司；第四，要找由投资专业人士经营的公司。比如说，找顾问公司时找那种有信誉而不急于推销自己服务的，找对冲基金就找那种运营者自己也放了很多钱进去的。在大型企业中，擅长私人财富管理的人员并不少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第十九章
泡沫与真正的信徒

> 弄明白泡沫这回事对投资者来说非常重要。当投资者不是用理智判断，而是仅凭以前的辉煌来盲目乐观地预测未来时，就产生了泡沫。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长久以来，世界金融市场泡沫不断。仿佛任何东西都能产生泡沫：从郁金香到艺术品，从股票到房地产。所以，弄明白泡沫这回事对投资者来说非常重要。所有的泡沫都是从有力的实质性增长和确实存在的投资机会开始的。然而，当投资者们不是用理智判断，而是仅凭以前的辉煌来盲目乐观地预测未来时，就产生了泡沫（或是狂热）。互联网、实时信息、成千上万新拿到证书的注册金融分析师、证交所的创新计划，所有这些都无助于增加市场的有效性或减少泡沫。**市场本来就是无效的，而且永远不会有效，这是人类的天性使然，是贪婪和恐惧使然，是群体本能使然。就像塞思·克拉曼所说："人们并不想在投资时被情绪左右，他们只是无法让自己不被情绪左右。"**

泡沫各有不同。有两本关于泡沫的好书，一本是爱德华·钱思乐的《贪婪时代》，一本是罗伯特·曼希尔的《市场、群氓与暴乱：对群体疯狂的现代观察》(*Markets*□*Mobs & Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds*)。叶芝的史诗《第二次降临》的开头句若是用来形容金融疯狂之中的混乱与绝望，或许算是一种最富诗意和戏剧性的描绘。他写道：猎鹰向上盘旋又盘旋，再也听不到放鹰人的呼唤；"万事崩解，中心无法支撑"；无政府状态蔓延，暗黑的潮水横扫世界……而最适于用来描绘熊市底部恐慌与绝望的句子则是："天真的情怀横遭淹没。好人失却信念，坏人则充满激情的亢奋。"

两种类型的泡沫：坏的和很坏的

泡沫有两种。第一种，在泡沫消失时，伤害不是很大；第二种，是十足的恶疾，而且极度危险。比较温和的那种是科技、铁路一类有生产力的资产或金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融证券的泡沫，或者说是股票或债券泡沫。凶恶的那种则是没有生产力的资产，例如郁金香、东京高尔夫课程（1990年一家东京高尔夫俱乐部的会员费价格相当于当前的500万美元）、房地产或收藏品。这些充满泡沫的资产经常被用做抵押物向银行贷款。很显然，最危险的是那种能够吞没芸芸众生的泡沫，比如房地产泡沫。不过，房地产泡沫发展较慢，既是因为价格的上升不是那么明显，也是因为泡沫的产生依赖众口相传。

当银行融资支持的非生产性资产成为泡沫时，通缩和萧条就成为不可避免的结果。20世纪90年代的技术股泡沫的不良后果可能相对较小，因为科技是高度富有生产力的资产，而且泡沫是由股票和债券而非银行系统支撑的。在那期间，确实有数不清的可笑主意得到了融资，也有大量愚蠢的投机资金折戟沉沙，但这就是世界运转的方式。与此相比，日本在20世纪80年代的泡沫则是非生产性的资产（地皮、高尔夫课程、艺术品），而且主要是由银行融资支持的，其负面影响也就严重得多。

要想弄清泡沫何时破灭极为困难，它们持续的时间往往比最耐心的金融老手预测的还要长，也比大多数人相信的要更久。泡沫总是源于强大的实体，所以它是一个从理智到不理智，再到疯狂的过程。而估价方法和超买线所能预测出的泡沫破灭都远远太早。牛市情绪总是从狂热发展到狂野，再发展到狂躁。我曾经提到过《商业周刊》的封面是一个灵验的反向指针。2000年的头6个月，泡沫达到高峰时，《商业周刊》推出了至少5篇大力鼓吹科技和新经济的封面文章。

观察市场动向也没什么用处。20世纪90年代末期，确实有几次市场迹象显示狂热终于到顶、泡沫的破灭近在眼前。我还记得1999年4月互联网指数（IIX）已经在8个月中飙升了340%。看来更疯狂的情况不太可能再发生了，就连坚信牛市的人也都闭了嘴。果然，晴空一声霹雳，股票大跌。到8月初，互联网指数已经下跌了30%。eBay、亚马逊、雅虎、美国在线等许多一度飙高的股票价格跌掉了50%。关键的趋势线和支撑点被击穿，看来末日即将到来！

但末日并未到来。接下去的7个月中，互联网指数再次起飞，涨至原来的3倍，eBay从每股70美元涨到250美元，思科和英特尔等大盘股翻了番。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些看空者开始绝望：涨势到底还有没有尽头。然后，泡沫又开始间歇性地缩小。2000年早春，网络股崩溃了。仅仅两个月，互联网指数就从690跌到400。在一个已经过度膨胀的专业市场上，这样的大跌却被认为是暂时现象。那年夏天，科技巨头企业股价开始下跌，但互联网指数却不可思议地重新回到560点。技术和互联网世界看起来又平安无事了。“这是暂时间歇，孕育着市场形势的重新振作。”一位市场快报作者这样写道。

2000年7月，《高科技战略师》公布了一个表格，显示纳斯达克最大40只股票的平均市盈率为230倍。然后，到夏末，关于经济形势不佳的传闻开始发挥影响。9月，技术股横遭屠戮，状况惨不忍睹。在5周内，英特尔股价下跌45%，市值缩水2 400亿美元。不排除在未来两年还会有短期回升，但泡沫确实已经破灭，技术和互联网股票的长期大熊市就在眼前。

当一场泡沫最终破灭时，所谓的“合成谬误”（fallacy of composition）①便开始发挥作用，并引发“暴民心理”。这一理论的含义是：在危机中，对个人来说理智的行为对群体整体而言则是非理智的，从而带来灾难性的后果。举个经典的例子：在一个满是人的剧场里响起“着火了”的喊声，这时，对于每个人来说，冲向出口逃命是理智的行为。但是，当每个人都同时冲向出口时就形成了恐慌，带来踩踏、死伤的惨剧。在一场金融恐慌中，每个人在卖出自己的股票时都是理智的，或者说，如果不考虑到大家都在做着同样的事，每个人都是理智的。但是，每个人在理智地拯救自己的同时，也一起害了大家。

众所周知的经济长波

进入21世纪，投资者内心深处的某个角落总是埋藏着灾难的预感。每一个了解过去的人都知道，泡沫膨胀了总会破灭，而每个泡沫破灭之后接踵而来的是漫长的灰暗期，投资回报要经历长达数年的创伤，就算其间暂时有几次反弹也无济于事。看空者着迷地注视着大萧条和大崩盘迫近的迹象。他们能感觉到

① 合成谬误是经济学家萨缪尔森提出的：“对于部分来说是对的事情，对于整体来说也是对的，这一错误的概念就是合成谬误。”——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些不祥之物（比如衍生品、债务、房地产、恐怖主义）正潜滋暗长，就像世界腹内一个巨大的癌瘤正在悄然无声地越变越大。

在人类经济史上，长周期是一种周而复始的现象。然而，直到20世纪20年代晚期尼古拉·康德拉季耶夫的论文《经济生活中的长波》发表，这一现象才得到真正的揭示。康德拉季耶夫描绘了一种每50~60年重复出现的经济周期，其动力是创新和资本投资浪潮的涨落及其社会后果。在这篇写于1922年的论文中，康德拉季耶夫辨别出几轮经济长波，第一轮始于1790年前后，持续至1843年；第二轮从1843年到1896年；第三轮将延续至1950年左右。他的图表和论文研究了英国、美国、法国，分析了商品价格、利率和工资等因素。

康德拉季耶夫的理论在1926年受到关注，却被其他苏联经济学家正式封杀。康德拉季耶夫的论文一直尘封到20世纪70年代，直到麻省理工斯隆商学院的杰伊·福雷斯特教授对它产生浓厚兴趣，并将其中的理论应用到现代世界。事实上，康德拉季耶夫所做的主要工作是辨别，而非分析。福雷斯特则相信这些长波可以用资本投资来解释。每一个周期都是随着大量的资本供应积累和越来越多的杠杆投机而结束，然后，在一个长时期中，多余的资本被随之而来的萧条、资本货物市场的崩溃和长期的停滞所消化。停滞时期通常容易出现保护主义（如1816年的《斯穆特—霍利关税法案》）和大额的债务拖欠。越来越严重的实际贬值则为下一个增长期搭好了舞台。实际上，就像福雷斯特所写的那样：大萧条能够重新平衡经济、清算债务，并扫除积重难返的资本过剩。

康德拉季耶夫模式在美国经济史上也清晰可辨。福雷斯特认为，20世纪40年代末期是一个周期的结束和一个新的长周期的开始。越战和通胀结束了第一阶段，接着是1974年的严重萧条和一个平台期，然后又一轮增长爆发，又一次萧条和一个长达15年或更久的停滞期到来。根据康德拉季耶夫的理论，这一轮长波或许会到2010年才结束。但让人为难的是，20世纪90年代的衰退算不算第二个萧条期呢？还是2000年到2001年的衰退才算？换句话说，我们是已经接近了停滞期的尾声还是刚刚进入停滞期、尚有14年的长路要走？无论是哪种情况，用康德拉季耶夫波段来套用眼下的形势都不太准确。

如今，大多数经济学家已经对长波理论不屑一顾，认为它和占星学、看手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相一样不切实际。他们更认为随着经济理论的进步、政府经济角色的强化，以及过去半个世纪中国际合作的扩大，经济周期已经变得不那么明显了。技术变革也比过去更为迅速。如今，多数经济学家更为关注常规的3~4年库存周期；有些人则较重视7年或11年的固定投资周期，或朱格拉周期[①]。曾经有一度，20年的建筑周期，即库兹涅茨周期[②]理论也很盛行。比较一下，会发现一个康德拉季耶夫周期差不多等于3个库兹涅茨周期、6个朱格拉周期，或12个库存周期。我不喜欢在经济学家们后面跟风，不过还是觉得康德拉季耶夫理论太过复杂，有点故弄玄虚。

这些预测的问题在于，它们的准确记录已被打破。当然偶尔它们仍能灵验，可就连停转的钟表每天也能正确两次。很多时候，灵验只是出于人们的幻想。就像尼采的优雅句子："当你凝视深渊时，深渊也就凝视着你。"

真正的信徒：黄金律

彼得·帕尔米多就在凝视着深渊，而且在某种程度上应验了尼采的预言。彼得是我在登山时结识的一位好友。他住在太阳谷，运营着一家专注黄金领域的投资管理公司及对冲基金。

在通向财富的赛马道上，我向来不太喜欢的一匹坐骑就是黄金。我避开黄金的原因和别人没什么两样：黄金会带来负收益，因为你要花钱来储存它；没有内在的公式可以为它定价；它的价值主要体现在保值方面，而且代价高昂。我承认黄金有其诱人之处。古代埃及人将金子视为神的皮肤，它的购买力穿越千年而不变。《旧约》告诉我们，在公元前600年一盎司黄金能买350块面包。如今，在美国，一盎司黄金还是能买到350块面包。不过这也说明，黄金作为一种投资，其收益相当贫乏，经过上千年也并未能提高其拥有者的购买力。然

---

① 朱格拉周期（Juglar cycle），指长度9~10年的经济中周期，由繁荣、危机、清算三个阶段组成。该理论由法国经济学家克莱门特·朱格拉（Clement Juglar）首先提出。——译者注

② 库兹涅茨周期（Kuznets cycle），由诺贝尔奖获得者西蒙·史密斯·库茨涅兹（Simon Smith Kuznets）提出的为期20年的经济周期，又称建筑周期。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而，我们参与投资游戏的目的不是保值，而是增值。在20世纪中，股票的升值速度比黄金快10倍。

多年来，彼得和我在登山时谈到了所有这些话题。我在摩根士丹利时曾写过一篇关于他的文章，谈到一家专业管理的、由金属和黄金组成的投资组合并非不可能实现每年10%的实际回报和12%~13%的名义回报，但波动性会非常大。下面就是那个故事。

我知道有不少投资者深深地甚至是狂热地信奉着某种投资哲学。他们是真正的信徒。而我知道的对一种资产类别最纯粹、最坚定的信徒则是彼得，他是个黄金的信徒。**论定义，一个真正的信徒必须能够在投资的荒原上忍受漫长的凄风苦雨，当他们的投资风格受挫、饱受饥嘲之时，他们要敢于自我放逐、孤独求索。**20世纪90年代晚期，价值投资者无疑就经历了艰难的几年。因为如果你在那时不信奉技术股，就会被认为是过时的老古董。但除了彼得之外，我还没见过任何人能像他那样在苦闷中坚持10年之久。

彼得真的是个有趣的人。如今他年过半百，长着一张好看的娃娃脸，身材健美，说话温柔可亲，但他身上总带着一种叛逆倾向。上预科时，若是他的篮球教练让他去练习罚球，他偏会练习三分远投；要是他的上司跟他说“要么听话，要么走人”，他一定会毫不犹豫地选择走人。他上学时学的是经济学和期权理论，1980年加入了摩根士丹利的股票衍生品部，什么事都做一点。1987年夏天，根据自己发明的一系列定量模型，他相信一个罕见的动态失衡即将到来。他劝说公司和某些客户买入深度虚值的SP看跌期权，他的模型证明它们的价值被严重低估（此外他自己也买了很多），然后就遇到了大崩盘！

在赚足养老钱之后，彼得开始思考人生。他感觉摩根士丹利的压力和出差并不适合自己，因为他有妻子和三个小孩。作为一名滑雪、登山和自行车运动爱好者，他举家迁到爱达荷州的太阳谷，开始寻找一种能让自己“沉浸”其中的资产类别。“沉浸”是一个恰当的用词，彼得的风格就是永远专注于一种东西，研究它，建立模型分析它，并形成对它的超群见解。他选中了黄金，因为这是一种复杂、不为人了解、很少被研究，并且适用于自己期权定价理论的东西。1990年他创办了太阳谷黄金公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在接下来的10年中，彼得成为实至名归的全球头号黄金分析师。他完全沉浸在对黄金的研究里，一直使用着他的期权定价理论。他逐步建立起一个4人研究团队，其中包括地理学家和矿业工程师，这些人巡查各个矿点，为他的现金流和资源—价值模型提供细节数据。此外，他还运用动态估价模型和现金流方法来确定具体的公司价值。至于金属本身，他建立了模型，试图预测供需曲线的微小变化带来的影响。黄金是一种很难用模型来分析的商品，因为地面上存在大量的现货储备，而生产增长得很慢。一些定量分析师告诉我，彼得的模型和公式极为复杂，太阳谷黄金公司是全世界最优秀的矿业研究公司。在读物方面，彼得只推崇劳伦斯·萨默斯（后来当过财政部长和哈佛大学校长）和罗伯特·巴斯凯于1988年写作的长篇学术论文《吉布森悖论与金本位》。萨默斯和巴斯凯认为，黄金的相对价格受资本市场实际回报率驱动，也反过来对资本市场实际回报率产生影响。自从黄金的价格变得可以浮动，这种关系得到了加强。

> 黄金是一种高度耐久的资产，所以，就像莱哈瑞和平狄克（1981）强调的那样，模型分析的应当是现有存货，而不是新的产量。人们持有黄金的意愿取决于其他可替代资产类别的回报率。我们姑且将可替代资产类别认定为实物资产与债券。
>
> 《耐用有限资源的定价》
>
> 经济季报

彼得给我复印了一份萨默斯和巴斯凯的论文，对我来说却有点过于深奥了。他自己还写过一篇比较简洁的论文，我倒是能够读懂。彼得在其中指出：自萨默斯与巴斯凯的论文发表至今，黄金价格与资本市场（尤其是股票市场）实际收益率的关系得到了确凿的验证。自1988年以来，黄金价格与标准普尔500指数的相关系数是-0.85，R2是72%。到1994年以后，随着形势越来越疯狂，负相关性升至0.94，R2达到88%。换句话说，在过去8年中，股市变动可以解释88%的金价变动。金价与国库券的长期相关性没有那么高，但仍旧相当明显。

根据彼得的认识，造成黄金价格古怪表现的所谓问题在于：“一个向上倾斜的投资需求函数的弹性压倒了供应的非弹性。”没有他的解释我还是看不懂。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看，有史以来人们采掘出的黄金中，只有 18%，也就是略高于 2 000 亿美元的黄金被用于投资的形式。而全球可投资资本市场的规模估计在 60 万亿。当股票和债券回报率较低时，货币和投资用途的黄金需求量增大，可供使用的黄金严重短缺。巨大的差距只能靠更高的价格来解决。关键在于，黄金价格的主要驱动力并非通货膨胀或通货紧缩，而是其他长期金融资产，尤其是股票的回报率。彼得关于这一关系的模型在表 19–1 中显示。可以看出，在资本市场回报差的时期，黄金是优于其他任何资产类别的选择。

彼得坚持认为，通胀调整后的金价长期平衡点为每盎司 520 美元（按现今的美元价值计算），而当前的实际价格为每盎司 425 美元。萨默斯和巴斯凯还指出，金价存在一个向更高实际和名义收益率发展的周期性趋势。受储量所限，黄金的增长在几个世纪以来只有 1.75%，低于人口和收入的增长。此外，在现代世界中，货币的增长大大超出经济的增长。

表 19–1　预期实际收益率矩阵

资本市场				黄金
10%	—		—	–8%
8%	—		—	–3%
6%	—		—	2%
4%	—	⟷	—	7%
2%	—		—	12%
0%	—		—	17%
–2%	—		—	22%

资料来源：Sun Valley Gold LLC

然而，在股市牛气冲天的 20 世纪 90 年代，黄金就不是投资的乐土了。黄金还在修正其 20 世纪 70 年代晚期大泡沫带来的溢价，所以市场价格不仅回归平均值，而且大幅下滑。在一个周期性熊市中，再好的专业研究和再精确的模型也无用武之地。人们说彼得“以前是个聪明人，现在变成了失去理智的黄金虫”。不过，他不在乎人们的议论，因为他相信金融资产不可能一直保持两位数的实际回报。他是个真正的信徒。他的孩子在太阳谷一天天长大，他则攀登了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

周遭的每座山峰，静静地等待着属于他的时代到来。

彼得设定的基准由黄金和黄金类股票组成，比重一般各占 50%，最大不超过 70%。通过投资配置，每年能获得比黄金高 100 个基点的回报。黄金类股票由于其内在的运营杠杆本质，波动性比基本的金属高一倍。太阳谷黄金公司的记录是：一个积极管理的黄金投资组合能够获得比黄金类股票指数高 500 个基点的超常回报。我对此感到惊讶，觉得太过乐观了。不过，黄金类股票市场是非常无效的，研究资源的好坏会造成投资业绩的巨大差异。

如果不是为了交易，在一项投资中你会拥有多少黄金取决于你对长期牛市或熊市的估计。如果你相信彼得的理论，并且认为在未来 5 年全球资本市场（也就是股票和固定收益债券）的实际回报率将是每年 4%，那么彼得所管理的黄金组合的实际回报率则可能达到 12%~15%（+7%金属，+1%配置，+14%黄金类股票，再加上 6 到 8 个百分点的超常回报）。那将是非常出色的！我对于他 4%的资本市场回报预测没有异议，只是不太相信彼得能得到那么高的超常回报，尤其是他的基金规模如今已经相当大了。

持有一定数量的黄金是很好的多样化手段。当股票和债券下跌时黄金会上涨。所以，如果我在运营一只规模在 300 亿美元的大型养老金基金，而其中的 50 亿美元投入绝对收益战略产品，我会把绝对收益战略产品中的 5%~7% 设定为积极管理的黄金组合，风险厌恶型人士可能将黄金的比例设定在 10%。不过，我总是觉得如果不能通过交易获利，持有这样一种金属未见得有多大意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-
hogging

第二十章
神示，还是内部信息：一个让你毛骨悚然的故事

纽约，这个连阳光都冰冷坚硬的丑陋城市；华尔街，这个没有爱与仁慈，只有数字与美元符号的地方。有时候，现实比幻想更离奇。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很久以前，诗人罗伯特·谢伟思写道："午夜的太阳下，隐藏着寻金人的怪异之事。"他补充道："北极航路上流传着一些秘事，能让你毛骨悚然（圣麦克吉的火葬）。"如果你在投资这行待得够久，也会经历一些神秘的，甚至是诡异的事件，因为股市本身就是一只变幻无常的怪兽，与海洋、极地一样涌动着大自然的神秘力量。这些力量带给你的可能是幸福愉悦，也可能是凌虐与摧残。在股市上讨生活是奇特、危险的，但又充满诱惑。这有点像风帆时代的船长——昔日那些南塔基特岛的捕鲸船主人。风和日暖，船儿在轻柔的波浪上滑行，捕鲸轻而易举。然而一下子，没有任何征兆，大海变了脸，你发现自己已经被一场突如其来的凶残风暴抛向某个遥远的孤岛。难怪那些在海边靠天吃饭的男男女女都特别迷信。

我不指望任何人相信贾德森·托马斯（昵称贾德）的故事，它太不可思议了。就像魔法鞋，像青春泉，人人都梦想过，但没人相信它真会发生，尤其是在这里——纽约，这个连阳光都冰冷坚硬的丑陋城市；华尔街，这个没有爱与仁慈，只有数字与美元符号的地方。有时候，现实比幻想更离奇。

这一切发生时，贾德大约50岁。我认识他已经20年了。大概10年或12年前，我把他介绍给摩根士丹利当时的机构销售部负责人吉姆·甘特索兹。吉姆雇用了他，我猜多少是看在我的面子上。但无论从工作上还是人际关系上看，贾德始终没能真正地融入摩根士丹利。他可以处理一些低级的工作，例如安排午餐或是带一位分析师在公司里转转，但他缺乏销售的热情。他会勤勤恳恳地在上午的研究会议上做笔记，但之后却什么都说不出来。贾德是个老好人，却不是个有用的人。几年之后，他被解雇了。我心里一直有些歉疚，一方面是因为误导了甘特索兹，更主要的则是我想这段经历彻底摧毁了贾德的自信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

离开摩根士丹利后，贾德闲了一段时间，最后在哈德森公司找到差事。那是一家二流的小型研究交易公司，有一名技术人员和几位不错的分析师。在那里，贾德的收入严格与业绩挂钩，我知道他只得为争取每笔生意费尽气力。我的印象是，即使在牛市的那几年，他的收入也从没超过 12.5 万美元。而且他告诉我说，有时他半夜惊醒，觉得工作业绩就像一块石头压在心头。

其实，我和贾德算不上真正的朋友——我从不这么看他，但我们之间却存在一种特殊的亲近。那是两个在多年中一起度过了许多无聊时光的同行的亲近感，我们总是在切斯特港的站台上一起等车。有人不屑地将他这种人称为“好人”。在我们的零星谈话中，我从未从他口中捕捉到任何真知灼见。他对巨人队与扬基队的了解显然比对股市的了解要多。我眼前还偶尔浮现出他原来的样子，也就是在那件事发生之前他平常的样子：每天早晨，站台前陡峭斑驳的水泥台阶上，气喘吁吁地爬上来一个胖大的中年男人，头发不太整齐，鞋上沾着泥点。他的面相不错，五官端正，但眼睛却早已无神，像是两间年深日久无人居住的空屋。

那段日子里，每天早上，贾德一点点挪着步子，好像正在害头疼，或是还带着轻微的宿醉。知道他每天喝多少马爹利的人大概不会对他这副样子感到吃惊。“一醉解千愁，”他会这么说，“见鬼的工作。”机构销售人员需要具备超常的心理和精神承受力，而贾德至少要在午饭时喝一杯马爹利，回家的路上在酒吧车厢玩儿牌时再喝两杯，回家后再和“老太婆”（他这么叫他妻子）干掉至少两杯，都是为了“缓解痛苦”。

他从未跟我明说他努力缓解的痛苦是什么，但我相当确信，一切来自他挣扎求生的苦闷和行业心理学家所谓的“缺乏职业满足感”。贾德从事机构销售很长时间了。在哈德森，他负责纽约和波士顿的 30 家大型机构客户。和客户见面时，他总是把“强劲”、“微妙”一类陈词滥调挂在嘴边，不分场合，令人生厌。很明显，他并不理解这些词的真正含义。他对于投资经理的来来去去已经司空见惯，但还是告诉我说，随着他自己越来越老，而年轻人越来越多，他开始觉得难于和新人交流了。

如今这个年代，机构销售是年轻人的游戏。光是笑容满面和保持皮鞋锃亮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已经不管用了。一位真正优秀的机构销售人员应当是投资经理们的密友，是能为他们出谋划策的参谋。一个 50 岁的销售员要想和富达投资或摩尔资本那班 30 出头的新星拉近关系，可不是那么容易的事。大机构里的交易员更乐意和同龄人待在一起，大家可以一起喝酒一起玩儿。至于那些严肃的对冲基金人士，根本就不会把时间留给贾德。贾德对业内巨头如数家珍，什么金顿、库珀曼、德鲁肯米勒，但这些人连看也不想看他一眼。

多数时候，贾德要是能见到一位慢声细语的秘书或是某个初级交易员，就已经够幸运了。投资经理们不见人。业绩好时，他们眼高于顶；业绩不好时，他们肝火旺盛。但贾德总是说，谁都比不上品尼高合伙公司的狄克·瑞内兰德差劲。20 世纪 90 年代末品尼高就经营得不错，2001 年和 2002 年他们又做净空，连续两年增长达到 20%，规模升到 40 亿美元。不过，有人议论说，瑞内兰德并没那么聪明——只不过是在熊市期间，任何不管三七二十一迅速抛空技术股的人都会显得比较聪明。然后，气候变了，最近一段时间品尼高正在苦苦挣扎，有人说瑞内兰德已经黔驴技穷了。

大多数情况下，贾德打给瑞内兰德的电话都会被转到语音信箱。但偶尔一两次，若是秘书想起收过他的圣诞巧克力，或是那位大人物正巧无事可做、乐意纡尊降贵片刻，贾德就有了机会。他得赶紧在话筒里把哈德森公司的推销词背诵一遍。瑞内兰德一言不发——这位哈佛精英真的一个字也不说，除了最后的一声“谢谢”，然后挂机。多数投资经理听电话时至少会哼几声“嗯”、“啊”之类的，瑞内兰德连这也不会。他毫无反应，让你以为正在一间空屋子里自言自语。他让你感觉自己愚蠢、无能，但贾德不得不继续打那些电话，因为品尼高多少还能给他一点生意。

当然，那些对他不耐烦的年轻基金分析师也好不到哪儿去。他们总像是已经知道他要说的每句话，老在他说到半截时打断他，提出一些商学院式的愚蠢问题，比如公司价值和自由现金流之类，他根本答不上来。其实，我可以想象，在周五的晚上，喝完最后一杯马爹利，贾德坐在椅子里，眼前朦胧昏花。电视大声响着，他走神了。这时，他会向他自己和老太婆说几句心里话（如果她关心的话）：那些投资经理和分析师根本没兴趣听他说什么。他们在听，只是因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那些神经质的家伙怕错过任何消息。

他们认为他只是个大笨蛋推销员，一个衰人，甚至连过时货都算不上，因为他从没走红过。他也不怪他们。在对市场的判断上，他几乎永远错误。他所推荐的股票总是以某种离奇的方式完蛋。无论他推荐买入什么，那些股票从没让人“失望”过——不是罢工就是反垄断官司，不是赢利缩水就是CEO心脏病暴毙。他建议做多的企业总是会出现问题，他建议做空的企业总是会迎来好消息。

贾德的神秘《华尔街日报》

每天清晨，在切斯特港车站熙熙攘攘的站台上，贾德会在报亭前站下，买一份《华尔街日报》。卖报的老头眼睛瞎了，话却多，在那儿卖报纸和咖啡已经好多年。贾德从他手里接过报纸，丝毫没有阅读的热情与渴望。不过，有些人却真的“渴望”《华尔街日报》，他们能从中看到新鲜事和赚钱的信息。但对贾德来说，读报只是一种任务，一个枯燥的仪式。他只是随便扫一扫，心里知道应该读得更认真，却总是心不在焉。一次他突发灵感冒出一句话，倒让我刮目相看。他说：“想通过读报来了解世界就像靠看手表上的分针来猜测时间一样。”

直到这会儿我还只介绍了背景，现在贾德和《华尔街日报》的故事才真正开始。我就来讲讲这个故事，那天在医院，贾德吸着氧就是这么跟我讲的。那是 2 月份的一个早晨，贾德登上常坐的那列火车，车厢里和平时一样脏兮兮的。和往常一样，他漫不经心地翻了翻报纸。他认真读的只有头版，此外就是看看他持有的几只股票的情况，再把成交最活跃的股票名单扫一遍。然后，他三心二意地翻出几篇哈德森的研究报告来读，却在到纽约之前睡着了。平常他总是把《华尔街日报》丢在车上，那天却不知怎么的，稀里糊涂地把它带下了车。在中央车站的站台上，他突然意识到手里还攥着报纸，于是把它丢进旁边的垃圾桶。

在进办公室之前的电梯上，他无意间听到两个穿着体面的年轻经纪人在谈论头一天的市场。

“卖出那 1 000 万股通用电气的肯定是富达。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"是啊，除了他们，还有谁手上有这么多股票，又能这么狠地往下砸？昨天通用电气成交量最大呢，一下子跌了 3 美元。"

贾德记得好像读到过相关的消息，一些东西渐渐地在脑子里显影出来。非常奇怪，他下意识地想起今早在《华尔街日报》上看到，英特尔才是成交最活跃的股票，涨了 4 美元，现在价钱是每股 80 美元。公司的第三季度赢利出奇的好。通用电气在成交最活跃股票名单上只列第 6，而且他记得还涨了 1.45 美元。奇怪！他决定到办公室之后查一查。

那天上午，他像平常一样忙着打不受欢迎的电话，根据上午公司会议的布置，他邀请客户们共进工作午餐，研究一下市场。中午时分，他站在交易室里，收到一个客户的指令，是欧米茄公司，要买 10 万股英特尔。股价目前在每股 76 美元左右，英特尔的第三季度赢利公布后，他的交易员已经买入了 5 万股。既然消息早上已经见报，他就没再跟欧米茄的交易员杰克说什么。

突然间英特尔股价开始剧烈震动。报价系统显示在 76.70 美元成交了 2 万股，在 77 美元成交了 1 万股，在 79 美元成交了 20 万股。杰克的电话来了。

"那 5 万股你买了吧？"

"没有，杰克。你说在 76 美元左右买，可刚刚几分钟已经涨到 79 了。"

"见鬼！贾德，我说 76 美元的时候他们还没公布业绩！赢利涨了 25%，审计数据非常理想。你没看到消息吗？干吗不给我打电话？"

"我看到了，杰克。我没给你打电话是以为你知道，早上的《华尔街日报》都登了。"

"你疯了！哪里登了？！消息刚出来。要不然刚才 10 分钟为什么猛涨？"

"我肯定今天早上在《华尔街日报》上读到了。"

"你脑子进水了？老兄！你在胡说些什么！股价蹿上去了，老板们都在我旁边。你倒真是有好借口！你跟我说你处理指令多在行，这次我好容易给你个指令，你就弄砸了。取消了 5 万股！"

贾德发着抖，汗也出来了。他能感觉到其他交易员的眼睛都在盯着自己。他抓过旁边桌上的一份《华尔街日报》，找到赢利报道版。没有英特尔的数字！连忙再翻到最活跃股票名单，英特尔不在上边！就像电梯里那人说的一样，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交最活跃的是通用电气。他又找到另一份《华尔街日报》，没错！确实没有英特尔。他再去问他的朋友弗雷德·祖克早晨有没有注意到报上英特尔公布赢利的消息。

“没有啊，贾德，”祖克说，“不是今天下午刚公布吗？大大高于预期。你没看见股价涨了那么多？”

“看见了。”贾德嘟囔着。

这时闭市了，最活跃股票名单马上就会公布。贾德心烦意乱地盯着彭博终端的屏幕。出来了。成交第一名是英特尔，涨了4美元到80美元。贾德揉着眼睛，茫然若失。他的头还在隐隐作痛。见鬼！该少喝点马爹利了，以后还得认真看报。不然真是不行。欧米茄的交易员一定还在为那没被执行的指令恼火吧？库珀曼[1]说不定已经亲自骂过他了。现在，10万股可不算小单子。但到了晚上，坐在回家的火车上，贾德已经把一切忘到了脑后。几杯酒下肚，他就打上牌了。

脊背发凉

第二天早上他差点误了火车，富余的时间刚够在车站报亭买一份报纸。那天快车少挂了两节车厢，好多人只能站着。在车厢的晃动中，贾德拿出《华尔街日报》来读。突然之间，当他的目光扫到最活跃股票名单时，脊背上一阵发凉。昨天最活跃的股票不是英特尔，而是安进，涨了6美元，45美元收盘；第二位是德州仪器，跌了4.20美元，31.45美元收盘。

那天在医院里，贾德告诉我，他看到市场评论栏时手都在抖。“安进宣布一种急性肠炎新药获得美国联邦食品与药品管理局批准，股价上涨6美元；德州仪器在高盛研讨会上的演讲则令人失望，之后股价下跌4美元。”

列车驶进中央车站，贾德被人流拥向昏暗的站台。那份《华尔街日报》被他紧紧抓在汗湿的手中，贴在胸前。他走下月台，人流渐渐散去。他突然猛吸

① 利昂·库珀曼（Leon Cooperman）是欧米茄基金公司的创始人、董事长及首席执行官。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一口气，哗地打开报纸，再次翻到股票版。英特尔：开82.25美元；最高83美元；最低78美元，当日跌2美元。他梦游般地向前走去，两眼发直。经过昨天那只垃圾桶时，他把报纸塞了进去。

到办公室时，他仍然满身虚汗，就像高烧后发了场大汗一样，衬衫冰冷湿黏地贴着皮肤，他的嘴却干干的。在街上，他曾经不顾一切地想再买一份《华尔街日报》，却不敢，什么东西阻止了他。他好像突然不会买报纸了，而且心里怕得要命。

“喂，弗雷德，”他跟祖克说，“我能看看你的《华尔街日报》吗？我的报扔在火车上了。”

他半是期待半是恐惧地接过弗雷德的报纸。在眼前的《华尔街日报》上，英特尔是昨天最活跃的股票，根本没有安进新药和德州仪器下跌的消息。贾德把报纸递回去，整个人昏昏沉沉。不过，在他头脑中的某个隐秘角落，好像有一部手机开始叮零零地响个不停。

现在是上午9点了，他得开始打电话。在平常，他最恨这份工作，觉得十分猥琐。多数时候他留言在投资经理们的语音信箱里，心里清楚他们听不上两句就会删掉。能直接和投资经理们通话的机会并不多。今天上午，却恰巧是大人物瑞内兰德亲自接听的电话。

“有事吗？”电话那头传来不耐烦的声音。

“安进今天会宣布一种急性肠炎新药得到批准。不是什么重磅炸弹，不过股价应该能涨4到5个点。我听说德州仪器情况不好，今天在高盛的研讨会上可能会说些丧气话。你最好今早把德州仪器的股票卖掉。”

“你怎么知道的？”

“哦，我……我听一个咨询顾问说过……我是在想……”

“别用这种白痴话浪费我的时间。”瑞内兰德根本不容他说完，啪的一声挂断了。

贾德能够感觉到，那种尴尬灰冷的表情正凝固在自己脸上，每次被人当白痴对待，他的脸总是僵成这样。突然间，他想起自己都知道些什么。一股自信涌上来，让他浑身发热，劲头十足。“白痴，嗯？瑞内兰德马上就会知道谁是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

白痴。"

开盘了。他的屏幕上能看到CNBC，英特尔开盘价 82 美元。他一时按捺不住，接通了欧米茄的交易员。

"哎，杰克，昨天你那 5 万股英特尔我误了你的事，太抱歉了。"

"你是该抱歉。李挨了批，我也被狠狠教训一通。股价现在都 82 了，又涨了 2 美元。"

"是啊，" 贾德说，现在奔 82.55 美元去了，83 美元有大卖单。"

"我已经在 80 美元下了 5 万股的单子。"

"听着，" 贾德说，"把那 5 万股交给我，我保证你今天之内不到 80 就能买到。"

"你在说些什么，贾德？你保证？！你疯了？"

"我会在 80 美元以下给你买进 5 万股，否则的话我们公司负责赔偿你的损失。"

"老伙计，你的脑筋坏了。一大早你就开始喝啦？那只股已经坐上了火箭，不会再回到 80 美元。"

"不到 78.50 美元我就给你买到。"

"好吧，好吧，把单子交给你，80 美元是上限。不过没用。你们公司的人可都听见你说什么了，贾德，你惨了，预备回家吧，不过别想高高兴兴晒太阳。"

直到下午 3 点，英特尔的股票在 81 美元到 83 美元之间成交活跃。这时，一个大卖家出现了。贾德在 78.26 美元的价格下了 25 000 股的单子，到 3 点半成交了。最后半小时整个市场疲软，收盘前几分钟，贾德买入了其余的 25 000 股，价钱是 77.76 美元。

收盘后，贾德给库珀曼的交易员打电话。"哦，贾德，干得漂亮！" 杰克说。

"知道吗？最热门的股票刚刚大涨过之后，千万不要跟风。" 贾德说道，奇怪这些话是怎么如此容易地脱口而出，"我对热门股票的市场感觉一直很准。"

"哦，是啊，我相信是这样。我会告诉李，这种事他不会忘的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“你手里抓着王牌，伙计”

第二天早晨，贾德的《华尔街日报》又在报道下一天的情况。出于迷信，他害怕触犯什么妖魔鬼怪，仍旧只读最活跃股票名单和市场专栏。唯一的大动静只是摩托罗拉，涨了5美元，85美元收盘。然后，出于某种原始的本能，他把报纸深深地塞进同--个垃圾桶里。

那天上午，当他打电话到品尼高公司时，秘书告诉他，瑞内兰德先生想和他说话。“不知天高地厚的浑蛋，”贾德想着，“想和我‘说话’，而不是请我跟他‘谈谈’。太典型了。要是我的报纸每天都来，以后该是我决定谁要和谁说话了。”

“喂，贾德，”瑞内兰德操着哈佛口音说，“安进的新药和德州仪器的会上发言都被你说对了。不错嘛。”

“其实，任何人只要密切关注安进的研究材料，都会知道他们的药快出炉了。而德州仪器的生产线从上个月开始就开工不足。”贾德几乎不能相信是自己在说话，这样的伶牙俐齿似乎前所未有。

“哦，我想是这样，”瑞内兰德答道，“我的手下却没注意到。安进还有什么新消息可能出来？”

“最近没什么，不过我下周初会再和我的顾问聊聊，如果有大消息会让你知道。”

“哦，那好。”瑞内兰德说，“就是这样。现在你看好其他什么股票吗？”

“嗯，我想摩托罗拉今天很可能会涨，他们的3G手机系列有突破。今天估计他们该宣布一种价格更低、内置摄像头的新产品了。但我觉得这只是个短期机会，长期我没什么感觉。”

“是啊，他们要是在手机上装上摄像头，股票肯定涨。华尔街会感到惊喜的。他们的股票已经沉寂很久了。你替我买10万股，怎么样？”

贾德读到摩托罗拉在宣布消息后上涨了5个点，但他忘了注意消息公布的时间。他害怕错过时机，于是一开市就把全部10万股都下了单，马上就在79.80成交了。到11点时，因为市场疲软，摩托罗拉滑到77.80，比头一天收盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低了 2.20。

“你可真会操作！”瑞内兰德咆哮着，“你以前没做过 10 万股的单子吗？”

说实话，他最近还真很少拿到 10 万股的单子。但刚到下午，摩托罗拉宣布了消息，成交开始活跃，显示在 80 美元还有大量买单。接着，CNBC 开始采访分析师，兴奋地谈论摩托罗拉的消息，股价涨到 82.50 美元。然后交易暂停，到收盘前重新开始交易，股价达到 85 美元。

收盘后，瑞内兰德打来电话。“嘿，贾德，你真了不起。你都把摩托罗拉摸透了。明天我该怎么办——持有还是卖掉？”

“让我晚上想想看。明天早晨我再告诉你吧。”

“好吧，博士，好吧。都听你的。你手里抓着王牌，伙计。”

第二天早上，贾德虔诚而认真地按老办法买了报，并且等上了车才打开。可是，他发现自己正盯着昨天的股价，那是一份普普通通的报纸。虽然有点意外和失望，他却并没觉得特别难过，甚至还感到某种轻松。

贾德既不是特别爱幻想，也不怎么喜欢思考。他的思考更多的是在喝酒之后。这件事原本就发生得太古怪，他也不想去费力分析或担忧它为何突然消失。出于一种说不清的宿命感，他非常相信他的《华尔街日报》“特刊”还会再次出现。他所需要做的就是忠实地保持他的习惯。结果，那天贾德并没变得心灰意懒或是魂不守舍，他倒是带着少见的认真读完了那份报纸。瑞内兰德打电话来时，贾德平静地告诉他，自己的猜测是摩托罗拉还略有一点上升空间。实际的情况是，接下来的几天股票确实又涨了几个点。

瞧，这就是事情的开始。一段日子过去了，贾德大约每周能拿到一次“特刊”，时间并不规律。他能够看出报亭并没什么玄虚。每天的《华尔街日报》数量有限，谁先来，谁就能买到。一次那位卖报的瞎老头病了 10 天，贾德就 10 天没见到“特刊”。8 月的最后两个星期老头也休息，一样没有“特刊”可买。当特刊出现时，总是第二天的报纸。贾德为自己定下一条规矩：永远不读最活跃股票名单和“市场动态”专栏以外的内容。他感觉，读得太多可能是一种僭越，或许就会导致奇迹的消失。他从未跟任何人透露这个秘密，不让人知道他是怎么突然大获成功的。为什么要保密他也说不清，只是有一种强烈的感觉必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

须这样做。

贾德虽然小心翼翼，但还是非常聪明地对这些奇迹进行了最大限度地利用。要知道，它们不过是偶尔让他拥有一天的优势。在没有特刊的日子里，他精明地保持缄默。有时，特刊会谈论市场上的强弱力量，贾德就利用这些观点来打造自己的声誉，让别人认为他拥有非凡的短期市场感觉。华尔街和对冲基金虽然在其他方面缺点重重，但寻找摇钱树的机制却真的非常有效。不到6个月，贾德已经被大家说得神乎其神。一年后，他被公认为是最伟大的交易员之一，成了名流。

投资经理们黏在他身边，他们这样做很正确。在贾德能拿到特刊的日子里，早上和他聊几句就能在当天做出出色的交易。和他共进工作午餐用处就没那么大，而且五天里有四天贾德不愿透露什么大消息。不过，那些投资经理都着了魔，只要和伟大的贾德吃一次饭，他们就感觉受益匪浅，好像受到了重大启迪，其实多数人并没注意到，他们得到的东西并不多。CNBC开始不停地邀请他上节目，他都拒绝了，因为感觉那不会对自己有任何好处。他怕自己太得意忘形，会触怒冥冥中的神灵。

在那些没有特刊的日子里，贾德努力用爱尔兰式的热情和华尔街行话来为自己打掩护。他什么都不知道的时候就什么都不说，以免害人。有时，有些人实在忍不住好奇，半开玩笑地问他打哪儿得来的那些内幕消息。问的人太多，贾德练就了一套说辞，类似于“对中国经济形势的研究使我相信铁矿石价格即将大幅上涨”，说话的当天，克利夫兰 · 克利夫斯[①]的股票就会上涨4个点。他非常谨慎地避免泄露意外事件，例如公司总裁们的死讯，也很少提前传播并购或法律行动的消息。

一年过去，贾德成就辉煌。他成了明星，并且为哈德森公司带来大量业务。一家大型对冲基金邀请他去做首席交易员，索尼 · 林锡科姆则提出向他支付咨询费。哈德森公司的合伙人们不知该怎么办。这家伙那么多年都默默无闻，现在突然红得发紫。要是他真的那么棒，他们是不是该委派他来运营公司的自有

① 克利夫兰 · 克利夫斯（Cleveland Cliffs），北美最大的铁矿砂公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金？他们决定提升他为董事总经理，他拒绝了，说他更愿意从他的业绩中直接获得回报。据说 2003 年公司发给他 400 万美元。

就像你能猜到的那样，贾德的生活方式也发生了改变。他身上换上了雨果博斯精致而时髦的套装，以及很多年轻基金经理喜欢穿的品克牌衬衫。现在他把头发留得长了些，买了一套昂贵的巨人队比赛套票。他不再叫自己的妻子"老太婆"，甚至还开始谈论艺术品收藏。当然了，他仍然从切斯特港坐火车上班，只是现在经常乘汽车回家。

整件事中最荒唐的是，他从未真正利用那些信息为自己赚什么钱。那天在医院，他就是这么说的。一方面，对"抢先交易"的禁令繁多；另一方面，他忙于争取客户，根本没时间为自己买卖股票。而且，他自己说，他真正需要的是长期的资本收益，一天的优势相对来说没什么用处。

这时，我要出现在故事里了。在大多数的早晨，我都能在切斯特港车站碰到贾德，而且听说了他多么走运。尽管还算不上推心置腹的朋友，但我想我们也是不错的老相识了。不过，关于他的投资建议的神秘源头，我并不比其他人知道得多。我的对冲基金甚至还和贾德有些业务上的往来，但我们规模还不够大，不属于他提供信息的重点客户名单。就连我们一起走下火车时，他也从没趁机给过我任何建议。还有，我不得不承认，我从没注意到他早上看报的习惯有何反常之处。

那年 6 月，我的姑母因为臀部骨折住进了纽约医院。因为我们关系一直很近，我每周都要去探望她一两次。6 月中旬的一天早晨，车厢里很多人在谈论贾德，说是头一天他在车上发了心脏病，人们用担架抬着他，从 125 大街站下车，直奔纽约医院。那天下午，在探视过姑母之后，我找到了贾德的房间。他正躺在氧气舱里，旁边有一名干瘦的私人护士。我只待了几分钟，说了些平常的安慰话就被人带了出去。

两天后，他的医生打电话到我办公室，说是贾德坚持要马上见我。"他暂时出了氧气舱，"医生告诉我，"一般来说我不会同意他见客，但他极其坚持要请你来。他说他必须跟你谈一谈。我得警告你，他的情况仍然非常危险。在火车上他不知受了什么惊吓，导致严重的心肌梗死，随时可能再次发生问题。实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上，他的心脏已经停跳了大约60秒，他的大脑可能已经因为缺氧受到了损伤。"

那天下午我见到了贾德，他正吸着氧，面色苍白憔悴，但神情机警。他说话开门见山：

"大夫跟你说过我的情况了吧？假设我还能活着——这点我一会儿再解释，我相信我会活下去，我希望生活得轻松一点。也就是说，我不想再以那么拼命的方式去利用我的'优势'了。"他顿了顿。

"我会跟你解释的，"他接着说道，"我想我拥有某种优势，可以说是真正'独一无二'的优势，我建议你的公司吸收我加入。我将告诉你当天的市场变化，你的基金可以根据这些信息决定买入什么股票，具体的操作由你来做。事实上，我要做的只是每天早上坐火车到中央车站，然后跟你聊一聊。待遇我们可以过会儿再谈。"

听到这里，我想他的脑子确实已经严重受损。可是接下来，他就讲出了上面那个故事。说实话，当我坐在他面前，盯着他的面孔听他讲述时，我也不知为什么完全相信了他。这个故事太离奇，一个人不太可能编造。而且别忘了，我是亲眼看到那个奇迹般的转变的：一个潦倒嗜酒的推销员摇身一变成了短期交易圣手。

"所以，你瞧，"贾德接着说下去，"我们可以干成点大事。我还是能拿到那样东西，但我只把它留给你，这事只有你知我知。我想我们可以把你每年的业绩提高10个百分点。就算你的基金规模扩大——当然它肯定会扩大，我想也不会有问题，因为这么长时间以来，还从来没有任何一次我的买卖行为能改变市场结果。虽然这也算内幕消息，但法院、安全局、证券交易委员会都奈何不了我们。不过，还是让我告诉你上周二发生了什么，你更要兴奋的。"

他说，上周二，他又拿到了一份特刊，但这次与以往不同。不是第二天（星期三）的报纸，而是下一个星期三的。

"你明白这意味着什么吗？"贾德问。他的上身探过来，双目炯炯，"想一想，我们有6天的时间，而不是1天，在这期间我们能抓住多大的价差！想想我们能赚多少。用不了多久我们就能变成全球最大的对冲基金。我知道出现一次这样的特刊并不说明以后每次都是，不过只要我们偶尔得到几次……"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我也开始想入非非起来，可就在这时护士走了进来。她说我们已经聊了两个多小时，坚持我应该走了。我和贾德握了握手，说了句“注意身体”之类的空话。

贾德的神色突然黯淡下来。“嘿，我还没告诉你在上周二的特刊上我还看到了什么。”

“哦，是啊，你没说。”

“在那张6月23日也就是下周三的报纸上，C-2版，就在‘市场动态’栏的旁边有一条讣告。哈德森公司沉痛宣布他们的挚友、高级经理贾德森·托马斯去世。”

我瞪着他，惊恐万分。他也望着我，然后调皮地眨眨眼。

“所以，你瞧，”他接着说道，“我所遇见的最幸运的事，除了得到那些特刊以外，就是上周二的心肌梗死。也许是因为在那条讣告上看到自己的名字，情绪太激动了。但这样一来，我提前进了医院，进了重症监护病房。下周一和周二我就重新回到氧舱里，危险期不过去我就不出来。我也告诉了医生下周二一定要守候在旁边。我可不想冒险。”

我哑口无言。心里不禁在想，如果他的股票买卖从没改变过次日报纸上的股价，他凭什么会认为这次他就能改变那条讣告呢？但我能说什么呢？只有点点头离开了。

周末我去了佛罗里达，那是一个早就定好的计划。星期六我打电话到医院，护士说他又进了氧舱，无法接电话。她的语气颇带调侃。贾德告诉我不用担心，可是……我真的担心。第二天我又打电话，护士说他还在重症监护室。我让她转告医生给我回电，但他始终没打来。

周二夜里我辗转反侧，心里挂念着贾德。第二天我很早就起身，去了车站。报亭刚开门，我翻到C-2版，看到了那条讣告。就像他说的那样，正在“市场动态”栏旁边。也许是昨夜刚刚加排进去的。我又买了份《纽约时报》，上面也有同样一条讣告，用了一张他的老照片。看来他确实是死了。医生、重症监护和氧舱都没能帮他改变特刊上的内容。

这一切发生在几年前。随着时间的流逝，我开始怀疑是不是贾德想象出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的这一切。医生不是说，他心脏第一次停跳后头脑可能受损吗？或许那些只是幻觉。若是如此，那贾德的成功就真的很难得了。股市是个神秘的东西，就像大海一样，而且，“午夜的太阳下，隐藏着寻金人的怪异之事”，谁能说得清呢？

每天，我都在同一个报亭买一份《华尔街日报》，但“特刊”从未垂青于我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hedge-hogging

第二十一章
凯恩斯：经济学家、对冲基金经理、魅力人物

这才是一个传奇！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

去年有一次晚宴，我被安排坐在雷格梅森公司的比尔·米勒身边。他的美国股票基金已经连续11年跑赢标准普尔500指数。我们谈起书，他提到了罗伯特·斯基德尔斯基的三卷本《凯恩斯传》，说那是他读过的最优秀、最引人入胜的作品之一。恰巧我也买了那部书，虽说读完那厚厚的1 600页用了近3个月时间，我还是被它深深迷住了，它甚至吸引着我去阅读更多关于凯恩斯的作品。本章的内容则是来自斯基德尔斯基的史诗性作品和其他一些资料。

20世纪最有影响的经济学家

前两卷《被出卖的希望》(1883~1920) 与《经济学家救世主》(1920~1937) 无疑是我读过的最优美真实的传记，我时常重温。第三卷《为自由而战》(1937~1946) 则略显拖沓。前两卷描写了约翰·梅纳德·凯恩斯这个充满智慧、困惑与激情的男人的奋斗历程与独特个性，而又远远不只于此。它描述了维多利亚时代晚期的社会气候，那时大不列颠还统治着世界；也剖析了“一战”后的错误，正是这些错误带来了经济萧条、通货紧缩与另一场巨大灾难。

作为经济学家，凯恩斯对20世纪的影响无人可及。凯恩斯经济学把“二战”后的世界从衰退与通缩中拯救出来。在这方面，它的影响或许和温斯顿·丘吉尔、富兰克林·罗斯福、罗纳德·里根三个人加起来一样多。每个严肃的投资者都需要弄懂凯恩斯模型，因为它是世界运行方式中一个不可或缺的部分。

但这本书绝不仅仅是一部历史和经济学著作，它还描写了渴望、情感、同性与异性的爱，它改变了我对同性恋的看法。直到快40岁，凯恩斯一直生活在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两个世界中。一个是布鲁斯贝利俱乐部——一个前卫不羁、鱼龙混杂、高度智慧与极端放荡的世界。艺术家邓肯·格兰、哲学家伯特兰·罗素、利顿·斯特雷奇（《维多利亚时代名人传》作者）、诗人鲁伯特·布鲁克、小说家维吉尼亚·沃尔夫都是这个圈子的成员。如今历史学家们认为，布鲁斯贝利俱乐部及其文化影响是把维多利亚时代推向结束的主要力量，它也永远地改变了英国上流社会的行为方式。

凯恩斯进入的另一个世界是剑桥、英国财政部以及国际金融机构的高贵圈子。凯恩斯不仅仅是英国社会的精英，从伊顿公学到国王学院，再到著名的秘密社团"信使会"，凯恩斯在他从属的任何团体中，永远是绝对的精英，一生如此。他身份高贵，拥有惊人的智慧和敏锐的思想。他是一位首相的密友，也是多位首相的顾问。作为国民保险公司董事会主席，他身处英国金融统治的中心。他总是被人们寄予厚望。在他 5 岁时，太祖母就写信给他："我们期待着你成为智者……"

后来，不到 40 岁时，他和一个俄国芭蕾舞女堕入情网，并坚定地娶她为妻。他积累了更多的财富，最终成为泰顿的凯恩斯勋爵。那位舞女——丽迪亚·洛波科娃容貌姣好，却多少有些乏味。她没有文化，不聪明，连说英语都错误百出。布鲁斯贝利俱乐部对此惊讶而愤怒，他却迷失在她阳光般的笑容里，对她终生不渝。渐渐地，他和旧日的圈子疏远了。

斯基德尔斯基的作品也讲到了投资。凯恩斯是位宏观投资者，一个对冲基金经理，比艾尔弗雷德·琼斯整整早一代人。1920 年到 1940 年间，他在有史以来最艰险动荡的资产市场上投资，并积聚了财富。他的业绩涨落、手法变化以及投资思路都令人着迷。在他成功的投资生涯中，这位敏锐专注的分析家竟有三次几乎倾家荡产。书中某些章节是厚重的知识或经济学内容，别害怕，你可以有选择地跳过，这本书确实值得一读，会让你受益匪浅。

凯恩斯的主要传记作家罗伯特·斯基德尔斯基花费 20 年时间写作了这三卷作品，从 1983 年开始由企鹅出版社陆续出版。这是一部大师级的传记，斯基德尔斯基自己也可称是出色的经济学家。在书中，他对凯恩斯的思想与经济理论既有描述，也有分析。同时，他也并未为尊者讳，书中谈论了凯恩斯的同性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恋倾向、他的极端情绪波动、他的投资胜利与失败，也提及了布鲁斯贝利俱乐部成员互致的情书、凯恩斯与丽迪亚追求身体与社会幸福的艰难过程。这些描写丝毫不涉色情，而是以难以置信的洞察力捕捉了一个非常复杂、敏感和耽于爱欲的男人的灵魂。

早慧

还是小男孩的凯恩斯高个儿，笨拙，不很擅长运动，他总是被欺负和嘲笑。因为嘴唇突出，他得了个绰号“猪嘴”。他开始相信自己的外表缺乏吸引力，并且变得口吃。斯基德尔斯基认为，正是这些早期的苦恼使童年的凯恩斯养成了爱思考的习惯和对感情的企盼，渴望给予爱和接受爱的心理影响了他的一生。他如饥似渴地读书，不到 12 岁，过人的智慧就已经让他显得卓尔不群。没人再敢嘲笑他。在伊顿，他的学识令老师和同学们叹服，毕业前他开始参加体育比赛，尤其是英式足球，那说不定是他一生中最后一次流汗。

到 19 世纪 90 年代晚期，优秀的英国公立学校在某种程度上已经接受了改革，组织和管理都更加严格，不像世纪初时那样对学生毫无约束。但是，学生们还是生活在一种旧日的《蝇王》[①]式环境中。比如，在伊顿不允许戴眼镜，近视的孩子无法参加球赛。伊顿是一个封闭的男性社会，男孩子们没有任何机会与女孩发展任何形式的关系，同性恋大行其道。凯恩斯有过几段长期关系，其中最热烈的是与一位主教之子，他也是凯恩斯在学术荣誉上的主要竞争对手。所以，在进入剑桥之前，凯恩斯就已经非常迷恋男性间精神上和肉体上的亲密关系了。

凯恩斯以优异成绩从伊顿毕业，进入剑桥大学国王学院。国王学院与伊顿差别不大，在这里，凯恩斯如鱼得水。他的学识和智慧再一次征服了每个人。第一学期他就被吸收进精英秘密社团信使会，这是很少有人能享受的荣誉。在社团中，他被介绍给剑桥的伟大学者们，于是他的生活开始分裂成两半。一部

---

① 《蝇王》(*Lord of the Flies*)，英国作家威廉·戈尔丁（William Golding）的作品，描述在一个毫无大人管束的孩童团体中罪恶如何蔓延。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分是充满激情的哲学与审美思考、精神交流、同性恋情，另一部分则是奖学金、政治学功课和日常事务。前者的重要性显然是后者无法比拟的。信使会的传统与神秘培养出一种精英优越感，会员之间常常发生亲密的关系。筛选会员的条件是“智慧出众、超凡脱俗”。

同性恋在信使会成员之间十分普遍。利顿·斯特雷奇是凯恩斯最后几年剑桥生活中的挚友和爱人，但他们的关系却因一场激烈的感情竞争而恶化——两人同时爱上了一年级新生阿瑟·李·霍布豪斯。斯基德尔斯基指出，凯恩斯和斯特雷奇从小接受的教育使他们坚信：女性在头脑和身体上都比较低级。“他们相信，男人之间的爱比女人之间的爱更道德、更有益。”他们称之为“更高的欢娱”，而且相信后人将视他们为先锋，而非罪人。值得说明的是，那时已是世纪之交，维多利亚女王在位60周年的庆典举行不久，大不列颠帝国渐趋衰落，但那时的英国人却和古时候一样，同性恋的传统根深蒂固。

信使会是剑桥的一个社团组织，历史可以追溯到1820年。1904年，布鲁斯贝利俱乐部作为信使会的伦敦分支而成立，因为吸收了新鲜血液而更加欣欣向荣。新成员并非都来自剑桥，甚至还有女性。布鲁斯贝利俱乐部比信使会还要前卫，会员鄙视理性，崇尚感觉和肉欲。他们对视觉艺术、设计和文学持有全新的态度，摒弃严格的宗教。他们嘲笑维多利亚时代的生活方式和正统的异性恋关系，激烈反对战争。他们是使命在肩的文化创新者和性革命者，坚持认为文明与道德、民主、爱国、技术、社会公正或现实活动并无关联。他们说，现实活动只是缺乏激情的人患上的一种疾病。凯恩斯本人则蔑视政治，认为它不过是“桥牌的一种合理替代品”。

渐渐地，布鲁斯贝利俱乐部发展成为一种集体生活方式，包括泛滥的同性恋、双向恋以及斯基德尔斯基描绘的那种“性循环——朋友成为爱人，爱人再回归为朋友”。会员来去更迭，有魅力的年轻人不断加入，他们必须具有创造性。谈话总是妙趣横生，但转眼就被忘到脑后。充满暧昧与暗示的游戏每晚上演，永远不知道谁占用了哪间卧室、和谁一起占用。俱乐部成员鄙视嫉妒，说那是一种卑劣的情感，但当凯恩斯挚爱的情人投向另一个男人怀抱时，他的信件却流露出强烈的冲动。斯基德尔斯基写道，凯恩斯的第一次伟大恋爱是在剑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

桥时，与霍布豪斯，其后20年中又有过几段严肃的爱情关系，以及相当多的寻欢作乐。在这些恋爱中，最强烈的一次是与艺术家邓肯·格兰。他们的关系从1908年持续到1915年，其间充满折磨、伤害与分分合合，但却分外炽烈。斯基德尔斯基相信，凯恩斯一直深爱着这位"内心坚强但外表脆弱的艺术家"，两人的分手令他心碎。尽管此后艳遇不断，但在丽迪亚之前，他从未找到一个能在感情方面真正取代邓肯·格兰的人。

成为一名政治思想家

与丽迪亚相遇前，信使会和布鲁斯贝利俱乐部构成了凯恩斯私生活的中心。他热爱这里的人们，他们就像一群在神话乐园中嬉戏的天才少年。对他来说，他们就是文明的象征。他开始逐步承担起替他们管理投资的任务，而他们则爱着他的智慧、思维与想象力，被他滴溜乱转的眼睛逗得开心。不过，他们不停地责备他没有过一种真正的艺术化和审美化生活。他是个现实的人，一个行动主义者，而这一点恰恰与布鲁斯贝利俱乐部的理想背道而驰。他们尤其反感他去财政部工作和参与"一战"后的和平谈判。他们说他世俗、功利，批评他粗鲁、刻薄、情绪暴躁。

这便是他的感情世界，在此之外，在白厅与剑桥构成的那个世界中，作为学者、政治思想家、经济学家的凯恩斯则大获成功。无论他的支持者还是批评者，人人都对他的专注和智慧充满敬畏。1908年，他参加了公务员考试，获得全国第二名。他将此事告诉维吉尼亚·沃尔夫时，她说："我想要见见第一名。"财政部给了他一个职位，1910年他从剑桥请假，中断教书去财政部工作。在那里，凯恩斯醉心于研究发现各种统计关系，他在1912年写给邓肯·格兰的一封信里说："除了云雨之欢，再没有如此迷人之事。"

第一次世界大战结束后，他作为财政大臣的代表被派往巴黎和会。他的座位在大厅正面。他在第二排大声发言，反对严惩德国，他认为，惩罚德国只会带来经济灾难并把这个国家逼向极端。可惜，他只是个小小的代表，最后只能眼睁睁看着乔治·克里蒙梭占了伍德罗·威尔逊的上风。一个人道、明智的和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平结局就这样被报复所取代，他无能为力。

和会结果令凯恩斯痛心疾首。带着对政客的失望，他于 1919 年从财政部辞职，同年发表了《和平的经济后果》。这部充满愤怒与预言的作品风靡一时，为他带来了世界性的声誉。熊彼特称凯恩斯因此书“一夜成名”，他评论道：“有远见的人没勇气，有勇气的人没远见，只有他打破了这一片沉寂。”凯恩斯在书中断言：协约国索要的巨额赔偿将把德国推向长久的贫穷。他是对的，结果便出了个希特勒。

凯恩斯和他的对冲基金

随着学术声誉日隆，凯恩斯逐渐成熟，行事不再那么惊世骇俗。他身上最粗糙的一面似乎已被磨平了。他的用餐举止变得文雅，穿着更加得体，只是他对智力低下者的傲慢一直未曾收敛。在文化方面，他的兴趣更加广泛。1918 年，当战争的硝烟还未完全消散，在巴黎一次恐慌抛售的拍卖会上，他以底价为大英博物馆购得柯罗、马奈、高更、德拉克洛瓦和安格尔的 5 幅画作，同时也为自己买下一幅塞尚的杰作、一幅德拉克罗瓦、一幅安格尔。让他获利颇丰的收藏生涯就此开始。

1915 年前后，凯恩斯开始投机股票和外汇。在“一战”后的投机大潮中，他通过对美元做空英镑和对马克、法郎、里拉做多英镑赚了大钱。在这些辉煌战果的鼓舞下，他于 1919 年底创办了一家公司，实质上相当于一家对冲基金，他的朋友福克西 · 法克担任经纪人。法克是个投机老手，与凯恩斯不同，他身材健美，相貌英俊，魅力四射，还是个出色的高尔夫球手。他们募集了一大笔资金，投资人包括凯恩斯的父亲、姐夫、邓肯 · 格兰以及信使会和布鲁斯贝利俱乐部的其他成员。基金于 1920 年 1 月 1 日开始运营，到 2 月底就增值了 20% 还多。3 月和 4 月，英格兰银行意外提高利率，使得对美元做空英镑的凯恩斯受到损失，虽然在其他投机上有所斩获，但盈亏抵消后业绩平平。

那年春天，凯恩斯一定是有点得意忘形。他带着一班投资者，其中也包括他的情人邓肯 · 格兰到意大利旅行了 6 周。一场豪华晚宴成为这次意大利之旅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的高潮。那是一个富有的美国艺术收藏家为他举办的，目的是把这位著名的英国经济学家介绍给佛罗伦萨的上流社会。凯恩斯和格兰决定开个有趣的玩笑，由格兰假装凯恩斯，凯恩斯则冒名格兰。晚会上，假凯恩斯不知所云地谈论着经济，假格兰则外行地点评着主人的艺术品。恶作剧被戳穿后，主人和客人们丝毫也不觉得有趣。

这边凯恩斯还在意大利流连忘返，那边却已天翻地覆。战后的繁荣突然走到了尽头，接下来的6个月，英国的失业率从就业人口的4.5%上升到20%多。商品批发价格下滑45%，工资水平与零售价格的下降紧随其后。回到伦敦才一周，凯恩斯的基金就陷入了严重的危机。欧洲货币兑英镑的汇率莫名其妙地反弹，虽然时间不长，但已足以对大量使用杠杆的基金造成重创。凯恩斯的个人损失相当于他早先从英镑投机中赚到的利润的3倍，他还欠了经纪人一大笔钱。如今，他的净资产变成了负数。难得的是，布鲁斯贝利俱乐部的人丝毫没有责备他，对于他在金融方面的才华他们始终深信不疑。第二年，凯恩斯成立了一只新的基金，替投资人挽回了损失，也重建了自己的财富。

20世纪20年代，凯恩斯不仅在剑桥授课，还担任财政部的顾问、外出讲学、著书、写文章。1921年，他发表了《货币改革论》，主张施行有管理的货币和稳定的价值标准。中央银行应当在价格上涨时调低利率，在价格下跌时调高利率。他写道：通货膨胀的伤害主要在于改变财富的分配，而通货紧缩的破坏力则主要是阻碍财富的产生。“所以说，通货膨胀不公平，通货紧缩不聪明。只要不是德国那种过度通货膨胀，两害相权，还是通货紧缩的害处更大，因为在一个陷入贫困的世界上，通货紧缩加剧失业，而不是损害‘食利者’。”后来，随着萧条期的失业上升，他又改变了想法。也就是在这本书中，凯恩斯将金本位制形容成“野蛮作风的残余”，并提出了他的名言：“长期是对目前的一种误导，在长期，我们都已经死了”。

过普通生活的需要：作为经济学家得到严肃承认

20世纪20年代，凯恩斯的私生活也出现了巨大转变。1918年，他迷上了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

丽迪亚·洛波科娃，一个跟着歌舞团跑东到西的俄罗斯舞蹈女演员。她比凯恩斯小 8 岁，除了“娇小匀称的身材”和高高的鼻子之外似乎乏善可陈。那时她有一个丈夫、一个情人，还有一段复杂的过去。从一开始，她那“农家女一般的妩媚”就让凯恩斯着了魔，但两人之间的浪漫感情在接下来的 4 年中才渐渐点燃。中间有一段时间，丽迪亚消失了。她回到俄国，逃开丈夫、情人和其他追求者。到 1922 年夏天，他们已经深深地沉浸爱河，令人不解的是凯恩斯并未放弃他的最后一位同性恋人塞巴斯蒂安。接下来的几个月里，他和丽迪亚的实质关系取得了进展，1924 年两人终于结为夫妇。传记收入了他们之间最私密的信件，信写得淳朴感人。“你真的让我懂得了好多东西，好心的梅纳洛奇卡，”她写道，“能和你一起生活，能和你的身体、你的精神、你的呼吸、你的亲吻如此接近，我真是开心。”丽迪亚温柔地把凯恩斯带入了异性性爱的世界，一旦进入这里，他就再也没回到原来的老路上。他们好像谁都没有在意对方的过去。

斯基德尔斯基认为，和丽迪亚结婚是凯恩斯生活中的转折点，我非常赞同。凯恩斯要想成为政治经济学变革的领袖，布鲁斯贝利俱乐部这样的背景显得太另类（也太色情）。无论他的智慧多么出众，一个众所周知的同性恋，臭名昭著的滥交者和好色之徒，散步时随便在剑桥校园里解手的家伙，能令人信服地成为世界经济管理方式革命的领导者吗？别忘了，因为类似的邪行，奥斯卡·王尔德曾经被判罪入狱，凯恩斯在伦敦的女房东甚至还想借此向他敲敲竹杠。还有，凯恩斯有时非常粗鲁傲慢，又爱讽刺人。他的一位同事抱怨说，凯恩斯使用起自己的聪明来总是“太慷慨……从不懂韬光养晦”。不如他聪明的人经常会被他伤害。一次，另一位经济学家和凯恩斯争论问题时，竟在他的“才智、暴躁、粗鲁和狂妄”之下流下眼泪。结婚前，凯恩斯在布鲁斯贝利俱乐部的绰号是“波佐”（Pozzo），因为人们说他的思想其实像个下等人。

要想成为主流社会所尊重的经济救世主，凯恩斯需要展现出一种合乎世俗标准的学者形象。同时他也需要一种安全的感情和生存环境，这些，丽迪亚可以给他。他这辈子一直在追求着爱情与亲密关系，但在结婚之前，所有那些关系都没能让他觉得牢靠。和丽迪亚在一起时，他无论在感情上还是身体上都感觉安全。婚姻软化了凯恩斯，使他变得更像普通人，不再那么古怪精灵。无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是环境还是丽迪亚本人使然，婚姻开启了他的创造力，他最多产的年代到来了。

凯恩斯在大萧条期间的投资

像其他人一样，凯恩斯也没预料到 1929 年华尔街的大崩盘，他还低估了这次危机对美国和世界经济的影响。1920~1922 年经济萧条期间的经验令他相信，降低资金成本的手法能够再次奏效。1929 年底，他预言降低利率可以重振世界经济，商品价格在短期内就将恢复。但结果却是 1930 年价格总水平的大幅下滑完全压倒了低资金成本能够带来的任何效果，因为即使在名义利率降低时，实际利率仍在上涨。这动摇了凯恩斯的信心，使他不再那么确定货币政策能够遏止通缩等经济衰退现象。光靠降低利率是不够的，财政政策也必须被利用起来，消费者应当得到输血。20 世纪 90 年代，日本银行和美国财政部都应该再重温一下这些经验。

凯恩斯于 20 世纪 20 年代积累起来的财富在大崩盘期间受到重创，但并非因为他持有美国股票。在 20 世纪 20 年代末之前，他已经好几年成功地从事商品期货投机，变得相当富裕。1929 年初，他正在做多橡胶、玉米、棉花和锡，结果价格突然崩溃。一开始，他不得不抛售手中的股票续交保证金，而那时股票价格也正在下滑。后来，商品进一步下跌，他的损失越来越惨重。到 1929 年年底时，他几乎变得两手空空，只剩下一个奥斯汀汽车公司的巨大多头，而这只股票的价格当年内已经从 21 英镑跌到 5 英镑。他的净资产比最高点缩水了 75%，在 1930 年又进一步损失。

本来，凯恩斯当时正在运营的另一只对冲基金收益不错。这只基金他还是和法克联手，但他们把投资人的资金分成了两份来分头运作，因为这样可以保持专注和判断敏锐。1929 年，凯恩斯经营的部分下跌了 15%，法克那部分则跌掉了 63%，原因是法克无视凯恩斯的建议，在 1929 年夏天杀回到美国股市。最后，他不得不把自己在老家的房子卖掉。一年后，凯恩斯也因为资金吃紧想出售自己最好的藏画，但最终没有出手，因为别人出价太低。所有这些都说明，在实物资产与金融资产同时下跌的巨大长期熊市中，任何人都不可能幸免于难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

艰难时期，人与人之间的关系也受到损害。法克和凯恩斯长期的友谊与合作变了味。当法克迫于资金压力卖掉老家的住宅时，丽迪亚拍手称快。其实，很多人的友谊都毁在大萧条的年月，同样的情况在今天的对冲基金世界依然存在。错误、争执和亏损使好日子里营造出来的友谊荡然无存，这似乎是永远的定律。

1931 年 9 月，在长期大熊市即将到达底部时，凯恩斯写了一份备忘录，讨论他担任主席的国民保险公司未来的投资策略。有些董事主张抛掉股票，凯恩斯则认为“急切清仓将是一个错误”。事实上，他的备忘录解答了机构投资管理的一些传统难题。其中的主要观点包括：

- 通货紧缩早晚将导致极低的资金成本。
- 有些事情，比如世界末日，是无法防范的风险，所以担心也没有用。
- 如果我们逃离了股市，一般不会立刻回头，等到回去时总是已经太晚了。如果复苏真的到来，我们肯定会被甩在后面；而如果复苏永远不来，那就怎么做也没用。
- 从我们的信誉等等角度来考虑，我能想到的最糟的事就是错过了复苏的机会。
- 传统的原则是：投资机构在熊市时应当尽量抢在别人前面清仓，但这种做法的后果令我踌躇。当清仓总的看来不太可能时，争相抛售将导致整个系统的瘫痪，使熊市更加严重。我相信有时我们应当继续持有，而不是试图斩仓。

在大崩盘期间遭受的挫折使凯恩斯改变了个人投资方式。20 世纪 20 年代，他是个用科学武装起来的赌徒，利用经济循环的波动投机货币和商品期货。他知道杠杆很危险，但他更相信自己的聪明，觉得什么祸事自己都能躲过。有一次，市场下跌时，他甚至吃进了相当于一个月供应量的阿根廷小麦期货。他原想把它们储存在国王学院的小教堂里，但最后想到清扫起来要花上一个月，还是想了个办法以质量为由拒收了那批货。幸好接着小麦价格反弹，让他躲过了一劫。不过，1930 年以后，凯恩斯开始远离这类投机，称它们是“费力不讨好的游戏”，因为在偶然性事件带来的“巨大不确定性”面前，任何理性分析都可能毫无用处。大崩盘之后，他专心投资股市。他关注股票的价值，做法更像一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个长期价值投资者。不过，他也一直继续使用杠杆，以放大投资的收益。

在 20 世纪 30 年代股市的起起落落中，凯恩斯决定遵循一种投资策略：当投资者们陷入恐慌、股价下跌时，他买入股票，而不是卖出。他与大众心理逆向而行，买进那些受市场冷落、价值被低估的好股票。他还决心把仓位集中在少数几只他认真调查过的股票上——他称它们为自己的“宠物”，并坚定地持有，少做交易。1932 年他开始买入美国股票，尤其是他最喜爱的那些大型公共设施公司。他的研究显示，这些公司的股价大大低于其内在价值。在南非脱离金本位制之后，他收购了老友经营的一座南非金矿的股份。20 世纪 30 年代，他还收购了一些艺术品、手卷和善本书，那时它们的价格经过大幅下跌变得非常便宜。在这方面，他也算得上一个成功的“购买—持有”型投资者。

不过，虽然怀有良好的意愿，凯恩斯一直没能真正改变自己的投资方式。在金融市场上，他始终是个投机家和激进投资者。他似乎未曾意识到，大幅使用杠杆、价格下跌时神经紧张，这些都与他的“购买—持有”型投资新策略精神不符。他也不善于辨别非理性繁荣和市场顶点。在 1937~1938 年的熊市期间，他又一次受到重大打击。

伟大的游戏与赌博天性

凯恩斯以如此激进的方式进行投资是因为缺钱吗？记录显示，靠投资以外的收入，他可以生活得舒适宽裕，但无法像梦想的那样奢侈。同时，他也喜欢投资这场伟大博弈带来的挑战。他在自己最重要的著作《就业、利息和货币通论》中写道：“对于那些完全没有赌博天性的人，专业投资的游戏无比枯燥，也过于艰苦；而具备这种天性的人则需要为自己的禀赋付出代价。”凯恩斯喜爱投资游戏，因为这考验着他的头脑和对市场的直觉。他说得对，如果你不喜欢这场游戏，就会觉得它沉闷得难以忍受，玩儿起来十分吃力。我认识很多并非真心喜爱投资的投资专业人士，无一例外，他们的业绩毫不出色。凯恩斯对自己所说的“代价”也十分了解，因为他有 3 次——1920~1921 年、1928~1929 年、1937~1938 年因为使用杠杆而付出了惨重的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进入20世纪30年代，婚姻幸福的凯恩斯在生活方式和性格上都变得与普通人更接近。但与此同时，他的作品也越来越富有创造性和影响力。1936年，《就业、利息和货币通论》出版，给经济学界带来巨大冲击。经济学家们有济世之责，而不应只是空谈理论的学者。20世纪30年代的世界混乱不堪，衰退、通缩和严重通胀先后到来。极度的经济压力成为社会混乱的根源，动摇了欧洲甚至是美国的社会体系。在《和平的经济后果》中，凯恩斯警告过这一点。如今，恶果真的降临了。在新书中，凯恩斯讨论的问题是：祖传的经济药方是否适用于新的病症？

他的回答非常坚定：不！此外，凯恩斯还提出了一种有力而乐观的观点。破坏世界经济和社会体系的并非魔鬼，而是糟糕的经济管理和死守所谓"经典理论"教条的蠢行。他写道："那些相信自己已经不再受任何思想摆布的正常人，通常都是一些已逝学者的思想的奴隶。那些聆听着流行观点、占据权威地位的疯子，正在对几年前的三流学术人士积聚着狂热。"

这本书极具争议性，激起了强烈反响。哈佛、耶鲁、剑桥的年轻经济学家们对它顶礼膜拜；而那些信仰受到挑战的传统人士则对书中的激进观点深怀反感，斥其为异端邪说。阿瑟·皮古说道："我们看到了一位向着月亮射箭的人，且不说他的箭法如何，我们应当欣赏他的这种魄力。"10年后，保罗·萨缪尔森写道："这本书写得不好，组织不得法……它傲慢、暴躁，喜欢争辩，谢辞写得没有风度……充满了虚妄与混乱……但在沉闷的叙述中，远见与直觉的灵光不时闪现。最后消化了这本书之后，我们发现：它的分析是如此显而易见的正确，同时又是如此新颖。总之，这是一部天才之作。"

书中举了一个例子，令人们不得不认真审视赤字财政的问题。凯恩斯认为，成熟的资本主义经济体中，充分就业只能在政府支出的帮助下实现。在经济低迷时期，政府应当有意识地增加赤字支出，以补足个人需求应当扮演的角色。政府预算不应只是对财政支出和收入的合理规划，而应是稳定国民经济的一种主要手段。赤字与盈余应当被用来调整经济增长。凯恩斯说，赤字不一定是坏事，很多人则视此为邪说谬论。他敦促政府实施创造就业计划来增加劳动者收入、刺激需求。这一观点被他的拥护者称为"埋垃圾法"，被批评者叫做"垃圾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议论”，引起了广泛的争议：

> 如果财政部打算将钞票塞进一些旧瓶子，埋在废弃煤矿的地下适当的深处，然后在煤矿表层填满城市垃圾，再根据自由放任的原则，让私营企业挖出钞票……失业也就不复存在。其结果是，社区的收入及资本财富可能会变得比实际上高得多。

毋庸置疑，凯恩斯的思维过程和分析受到了大萧条的影响。他认为萧条和通缩在很大程度上要归咎于未用于消费的储蓄，即“节俭悖论”。“我们越是具有美德，越是努力节俭，在国家和个人财政方面越是固执和传统，利率相对于资本的边际效用得到提高时，失去的收入也就越多。”在一个健康的经济体中，必须存在持续不断的投资。他写道，古埃及人在两个方面非常幸运：建造金字塔和寻找珍稀金属，“其成果无法被消费，也就不会造成过剩”。中世纪的教堂修造与为死者唱弥撒也是同样的道理。他说，“两座金字塔的好处是一座的两倍，两首丧歌的好处是一首的两倍，但两条伦敦—约克铁路的好处却不是一条的两倍。”这其中，关键词就是“过剩”。

《通论》奠定了现代宏观经济学的基础，此后该领域几乎所有的著作都发源于此。罗斯福智囊团对于赤字支出激发需求与就业的观念具有一种本能的理解。罗斯福新政的拥护者们坚信：凯恩斯经济学是新政的基石，是它帮助美国经济走出萧条、实现了充分就业。接着，美国又挽救了世界。怀疑者们则认为：重振世界的不是凯恩斯经济学，而是另一件大事——“二战”。

凯恩斯相信，在富裕社会中，由于人们偏爱储蓄的习性，资本投资可能不足以维持增长。对于20世纪30年代下降的人口出生率，他也持悲观观点，他担心“长期停滞”将会出现，成熟经济体无力维持复苏。时至今日，所有这些问题仍在困扰着欧洲。

是否有一种可能：曾引起广泛担忧的日本出生率下滑正是这个国家15年困境的原因之一？1933年罗斯福就任时，凯恩斯没有忽视大萧条的危险性，他说道：“如果我是总统，我也不能确认自己知道该怎么做——虽然若真是那样，我还是希望能想出点办法。”事实上，凯恩斯在1933年写了一封致总统的公开信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发表于《纽约时报》，建议通过贷款支持的政府支出提高国民购买力——也就是“埋垃圾法”。

《通论》还收录了凯恩斯最聪明的股市观点，在其中，他将股市比做一场由报纸赞助的选美比赛，猜中哪位佳丽会最终夺冠的读者将获得大奖。

这时，不要选择自己眼中最美的佳丽，甚至也不要选择大家眼中最美的。我们已经进入了第三个层次，需要开动脑筋来弄清：大家是如何猜测大家的观点的。而且我相信，有些人还能进入第四、第五个层次。

20 世纪 30 年代，凯恩斯取得了学术上和财富上的双丰收。作为一名学者、教师、作家，他的收入微薄，按今天的水平来衡量一年最多不过 20 万美元。但是，凭借迅速的反应和在低价时买入“宠物”，他奇迹般地恢复了自己的财富。1929 年底，他的所有资金丧失殆尽，但到 1936 年时，他的财富又增长到 50 万英镑以上，大约相当于现在的 4 500 万美元。1930 年到 1936 年底，在美国股市增长两倍而英国股市变化微弱的这段时期，他的资产净值升高了 23 倍。他监管下的各个剑桥学院基金和保险公司投资组合的业绩都大大超出了指数和同类机构。他对管理参与得越多，投资组合的表现就越优秀。有一次他抱怨道，他花了太长的时间去说服保险公司投资委员会认识股票的重要性，当他们终于醒悟时，一切为时已晚。

20 世纪 30 年代晚期和“二战”期间的（个人与财务）痛苦

1937 年年中，凯恩斯心脏病突发，康复期间，又一个严重熊市降临，从 1937 年底延续到 1938 年。英国和美国经济再次迅速陷入衰退，战争的阴霾在欧洲上空聚积。1937 年 11 月，主要市场股价急跌，而凯恩斯在纽约和伦敦股市都持有重仓，且大幅使用了杠杆。随着投资组合的缩水，他的健康状况也在恶化。他想坚持他的逻辑，忠实地持有那些“宠物”，但杠杆困扰着他。9 月，他写信给一个朋友说：“我还不能算是个看空者，但在借来的钱上，我更加不愿意做看多者。把贷款量减少一些是件烦恼而困难的事。”今天，我们这些对冲基金的运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营者一定对他的烦恼体会深刻!

凯恩斯在1937年10月21日写道:"我的预感是,现在价格一定已经接近底部了。"9天后,华尔街再次出现大幅跳水。到3月,面对仍在下跌之中的股市,凯恩斯承认,减少负债才是谨慎之举,即便这意味着要出售蓝筹股票。到1938年年底,他的资本缩水到14万英镑,比1936年末下降了62%。而且,1938年年底股市已经反弹,就是说在此前的市场底部时他的损失曾经更深。这是他第三次几乎输光,他开始时常跟丽迪亚抱怨他对于衰退的不适应和精神压力。接下来的数年,尤其是第二次世界大战期间,他的投资不再那么激进,但更加专注于股票。他永远无法抵御一只迷人股票的诱惑。1946年他去世时,手中的投资组合价值约40万英镑,按购买力计算相当于今天的3 200万美元。他还拥有价值约8万英镑的艺术品和善本图书。也就是说,他似乎一直没能把财产恢复到1936年底时的最高水平。

1938年,熊市势头正强时,大病初愈的凯恩斯不得不向听了他的建议而蒙受重大损失的机构投资委员会解释自己对于股市的观点,这令他十分不快。"对于在股市底部时仍然持有股票,我并不觉得惭愧。我想做的甚至还不只于此。我时常想,一个严肃的投资者有义务泰然接受股价的下跌,用不着自怨自艾。"即使是在1940年和1941年这样最黑暗的时期,凯恩斯也相信英美必胜。他还相信战后的世界只要组织得当,一定会走向繁荣。即使不出现繁荣,保险公司持有股票也不会造成多大损失。国民保险公司董事会认为这种逻辑荒诞不经,凯恩斯愤而辞职。

战争期间,凯恩斯的心脏病时好时坏。他在财政部拥有一间办公室和一些工作人员,在战后扮演了英国与美国谈判者的角色。那是一段艰难的日子。他的身体越来越弱,丽迪亚不得不规定他工作的时间。他讨厌亨利·摩根索,认为美国对英国的要求是狮子大开口。凯恩斯据理力争道:英国是拯救世界的中流砥柱,并且在此过程中倾尽了所有。英国经济正处于崩溃状态,阶级斗争随时可能爆发。最后他胜利了。

1944年7月,美国财政部代表德克斯特·怀特同凯恩斯以及官方代表在新罕布什尔州的布雷顿森林开会,为战后世界制定经济新秩序。凯恩斯表示,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1914 年以前，英格兰银行在 50 年的时间中很好地经管着国际货币体系，世界贸易兴旺发展。“一战”后，英国因实力削弱无法再扮演这一角色，留下的真空影响了贸易和汇率的稳定。他说，必须建立起一个新体系，使战后的世界免遭停滞与通缩之厄。凯恩斯和怀特设计了以固定汇率、美元、黄金盯住汇率制为基础的世界新秩序，创立了世界银行和国际货币基金组织。在接下来的 1/4 个世纪中，布雷顿森林体系与马歇尔计划相互结合，运转良好。20 世纪 30 年代萎缩的国际贸易开始以每年逾 7%的速度增长，同期世界工业生产实现每年 5.6%的复合增长。在很大程度上，是怀特和凯恩斯给大萧条画上了真正的句号。

具有讽刺意味的是，这样两个人却彼此憎恶。那时，凯恩斯已经是“泰顿的凯恩斯爵士”。作为一位英国贵族，他觉得怀特又可恶、又粗鲁，“丝毫不懂得文明人的举止”。怀特则背着凯恩斯称他“殿下”。一次，凯恩斯在回答一个问题时管怀特叫“玻璃”[①]，怀特反唇相讥，说自己不能被一个“玻璃”叫做“玻璃”。两人各有心虚之处（怀特是一名苏联间谍），共事时却很合拍。

凯恩斯的遗产得到了传承。随着约翰 · 肯尼迪当选总统，第二代凯恩斯经济学家们登上舞台，开始在政府和国际机构中发挥重大影响。在很多年中，他们掌控着世界经济。凯恩斯开出的经济药方如今成了首选良方，其影响力被 1965 年米尔顿 · 弗里德曼的名言一语道破：“现在，我们都是凯恩斯主义者。”

凯恩斯于 1946 年逝世，享年仅 63 岁。他的爱人、知己和护士丽迪亚又活了 30 年。失去了凯恩斯的智慧滋养，她的活力也枯竭了。时间流逝，她回复了俄国农民式的简朴习性，离群索居，彻底地生活在过去之中。

就像我在书中描写的，今天的对冲基金世界人才济济，聪明独特的人物不可胜数。但是，凯恩斯让所有这些人相形见绌。刺猬们肯定会喜欢他、崇拜他，他又会怎样看待今天的我们呢？

这才是一个传奇！

---

① Queer，用来指同性恋者的贬蔑语。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语

尽管数量分析师们不会同意，但我还是认为，投资与其说是一门科学，倒不如说是一种艺术。智慧、经验、勤奋、对历史的了解、开放的头脑、专注的心情，这些都是成为一只成功刺猬的要素——当然，直觉、想象力、灵活性，也许还包括一丝预知未来的本能，也同样重要。至于你应当如何获得这些素质、它们怎样组合起来才更好，就不是我能解答的了。没有哪种风格一定是最好的。

在我看来，投资的成功并非取决于一个人的简历有多漂亮，或年龄多大。就像愤世嫉俗的老萧伯纳所言：“人的聪明并非与经验成正比，而是与获取经验的能力成正比。”虽然如何做一名净多投资者或对冲基金经理并无一定之规，但我想，职业投资者要想成功，至少得对智力竞争怀有喜爱和激情，并能够应对压力和逆境。这不是胆小者或懒于思考的人能玩儿的游戏。专注和贪婪还不够，基金经理们应当真正热爱这场游戏的复杂性。不过，很显然，就像我所描写的那样，这场游戏也毁掉了许多执著的天才，所以说，不亲自从事投资的公司管理者应当注意自己的战士是否出现了疲惫的征兆。

做一只刺猬很难，做刺猬的主人更难。我只能祝大家好运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

HEDGE HOGGING

对冲基金领域不得不看的经典之作！
第一版自上市以来，销量飙升，好评不断，重印11次！
原版稳居亚马逊网站期货类图书排行榜前20名！

巴顿·比格斯以刺猬来喻指对冲基金投资经理，虽诙谐，却揭示了其本质。两者同样辛勤而怪异、危险而迷人，且同样在浑身尖刺下隐藏着敏感的内心。在建立对冲基金的荣光背后，他们默默洒下一路血水、汗水、苦水和泪水；他们经受着天堂和地狱般的现实生活，在悬崖峭壁的边缘过着不为人知的生活。总之，一旦做了刺猬，别无选择，只能像刺猬那样生活。

- 投资家典型的素质包括：求知欲、好赌的天性，以及凭借不完整的事实作出艰难决策的能力。
- 为得到真正的巨额长期回报，你必须做一只猪。猪绝不会把吃到嘴里的食吐出来，你也得守住能赚钱的投资，不要急着跑掉，直到真正赚足为止。
- 我不相信多样化。我可以特别喜欢一个人，也可以特别喜欢一瓶酒，为什么到了做投资组合的时候就得一视同仁？找一只你真正喜欢的股票，重仓持有，再用杠杆把它加大，这才是投资。

WILEY
Publishers Since 1807
www.wiley.com

上架建议◎金融投资
ISBN 978-7-5086-2231-6
9 787508 622316 >
www.publish.citic.com
定价:46.00元